

**Gobierno Corporativo: los problemas y el estado actual de la  
discusión en la literatura**

**Gustavo Ferro**

**Texto de Discusión N° 62**

**ISBN: 978-987-519-137-2**

**Diciembre de 2007**

CEER

Centro de Estudios Económicos de la Regulación  
Universidad Argentina de la Empresa  
Lima 717  
C1073AAO Buenos Aires, Argentina  
Tel. Fax: 5411-4000-7693  
E-mail: [ceer@uade.edu.ar](mailto:ceer@uade.edu.ar)  
[www.uade.edu.ar](http://www.uade.edu.ar)

## **Gobierno Corporativo: los problemas y el estado actual de la discusión en la literatura**

**Gustavo Ferro**

Queda hecho el depósito legal que marca la ley 11.723

ISBN: 978-987-519-137-2

Catalogación en fuente:

Ferro, Gustavo

Gobierno corporativo : los problemas y el estado actual de la discusión en la literatura. - 1a ed. - Buenos Aires : Ediciones UADE - Universidad Argentina de la Empresa, 2008. 101 p. ; 27x21 cm. (Textos de discusión; 62)

ISBN 978-987-519-137-2

1. Microeconomía. I. Título  
CDD 338.5

Fecha de catalogación: 19/05/2008

# Gobierno Corporativo: los problemas y el estado actual de la discusión en la literatura

## Introducción

La noción de gobierno corporativo parece haber sido usado por primera vez en 1960 para denotar “la estructura y funcionamiento de la política corporativa”. El término deriva de una analogía entre el gobierno de ciudades, naciones o estados, y el de compañías (Becht, Bolton y Roell, 2002). El gobierno corporativo puede definirse como el sistema de instituciones o mecanismos que inducen incentivos en firmas privadas con oferta pública de su capital, para el reparto de los beneficios entre todos los interesados, y restringen la discreción sobre tal distribución, en presencia de información asimétrica y contratos incompletos. Tales instituciones y mecanismos se estructuran para resolver conflictos de intereses y si son exitosos en hacerlo, bajan el riesgo para los inversores y acreedores de la firma. El concepto se aplica fundamentalmente a empresas en oferta pública de su capital, aunque las buenas prácticas serían extensivas a empresas privadas de capital cerrado, de gestión estatal y hasta organizaciones sin fines de lucro.

Debe destacarse que del conjunto de prácticas de gobierno corporativo pueden seleccionarse un subconjunto de “buenas prácticas”. Definir “buenas prácticas” no es tarea fácil: Una visión parcial designaría como tales a las que reducen el riesgo para los accionistas y acreedores de las firmas y por ende su costo del capital, pero tal definición no tendría en cuenta que dicha baja en el costo del capital podría estar compensada por subas de otros costos a las mismas empresas (de controles, auditorías, etcétera), así como costos que se impongan a otros sectores productivos o a los consumidores. Se jerarquiza una visión más general, que acotará las “buenas prácticas” de gobierno corporativo al subconjunto de las que mejoran el bienestar colectivo, entendido a partir de una función de bienestar social que tiene como argumentos las utilidades de los agentes en la economía, quienes a su vez, en tanto acreedores y accionistas, tienen derechos sobre las empresas.

Las prácticas de gobierno corporativo aplicadas en el ámbito internacional y en particular en Estados Unidos han sido difundidas como métodos de ampliar el mercado de capitales y conseguir el acceso de los países menos desarrollados a la oferta de ahorro mundial. La perspectiva es que ese acceso aumentará el bienestar, en particular a través de tasas de crecimiento más altas. La evidencia que se presenta habitualmente para sostener esta aseveración está basada sobre estudios econométricos de países.

Las ganancias de un mejor gobierno corporativo se han abordado, en términos cuantitativos, como estudios econométricos de corte transversal o modelos sencillos de equilibrio parcial. En el primer caso, una regresión imputa causalidades y orienta reformas cualitativas; en el otro se analizan las distorsiones causadas solamente al interior del propio sector analizado, sin apreciar los impactos que derrama hacia otros sectores relacionados.

Puede afirmarse que en el mundo existen dos grandes modelos de gobierno corporativo:

El Modelo de “Outsiders” con capital disperso (o atomizado) y control por el mercado, predominante en Estados Unidos y el Reino Unido, donde el problema de agencia básico está en la relación entre accionistas y la gerencia.

El Modelo de “Insiders” con capital concentrado y control por relaciones, predominante en el resto del mundo. Allí el problema potencial más importante es la divergencia de intereses entre accionistas controladores y minoritarios, que puede llevar a la expropiación de los derechos de los segundos.

Como se ha anticipado, en las empresas pueden aparecer conflictos de interés entre la gerencia y los accionistas: la gerencia puede seguir su propia agenda en desmedro de los propietarios. También pueden surgir conflictos de interés entre la mayoría controlante y la minoría controlada: este problema está presente en mercados donde la propiedad pertenece a familias u otros grupos concentrados. La mayoría puede expropiar a la minoría accionaria. Es esperable también que en estos contextos la gerencia esté alineada con la voluntad de los accionistas mayoritarios, resolviéndose así el problema de separación de propiedad y control. A la vez, en el contexto de control atomizado es menos probable el problema de expropiación por parte del grupo de control, porque no hay tal o porque el mercado puede regularlo mediante caídas de cotización por ventas de acciones en el mercado, o bien por capturas de parte de un nuevo grupo de control.

Las mencionadas cuestiones de agencia pueden ser contrabalanceadas mediante el cumplimiento de estándares adecuados de gobierno corporativo y la elevación de la calidad del ambiente legal. Muchas reformas son de carácter cualitativo y por ende de difícil cuantificación, otras tienen un correlato directo en erogaciones corrientes. El rédito debe cotejarse contra dichos costos. Parte será apropiable privadamente en forma de menor costo del capital, otra parte será una externalidad para la economía como un todo, que puede reportar mejoras en el crecimiento de largo plazo.

Este trabajo tiene como propósito efectuar un recorrido por la literatura teórica y empírica sobre problemas de gobierno corporativo, y se organizó en cinco capítulos tras esta introducción. En el primero, se exponen y discuten los problemas de gobierno corporativo. El capítulo segundo realiza un examen a la literatura sobre gobierno corporativo. En el tercero, la atención se dedica a la evolución reciente del tratamiento del gobierno corporativo en el mundo y en Argentina. Seguidamente, el cuarto capítulo refiere a los “Principios” y “Mesas Redondas Regionales” de la OECD. Finalmente, el capítulo quinto es el de conclusiones del estudio.

## **I-Gobierno corporativo: los problemas**

El capítulo se compone de siete secciones, que tratan respectivamente de definiciones, modelos de gobierno corporativo, dispersión versus concentración y problemas de agencia, capturas (“take overs”), delegación y concentración del poder en el directorio, origen legal y gobierno corporativo, cerrando con algunos elementos para la comparación entre modelos.

### **I-1 Definiciones**

Para la OCDE, el gobierno corporativo es *“el sistema por el que las corporaciones de negocios son dirigidas y controladas. La estructura de gobierno corporativo especifica la distribución de derechos y responsabilidades entre los diferentes participantes en la corporación, como el directorio, la gerencia, los accionistas y otros interesados (stakeholders) y detalla las reglas y procedimientos para la toma de decisiones sobre los temas corporativos. También provee la estructura a través de la cual se determinan los objetivos de la compañía y se asignan los objetivos perseguidos”*.

Gutiérrez Urtiaga (2004), define al Gobierno Corporativo como *“el conjunto de instituciones que determinan cómo se reparte el beneficio residual de la empresa entre los distintos agentes que han participado en su generación”*. Hay varias definiciones previas, citadas por Gutiérrez Urtiaga (2004) a las que vale la pena pasar revista. Así Tirole afirma que gobierno corporativo es *“el conjunto de instituciones que inducen a los gerentes a internalizar los intereses del resto de quienes participan en la empresa”*. Zingales sugiere que son *“el conjunto de restricciones que delimitan ex post el proceso de negociación sobre las rentas generadas por la empresa”*. Para Roe son *“las instituciones a través de las cuales los accionistas, gerentes y trabajadores compiten por las rentas que la empresa ha generado. Con información perfecta y simétrica, estas instituciones no serían necesarias: contratos completos dispondrían ex ante el reparto del beneficio residual”*.

Para Shleifer y Vishny (1996), gobierno corporativo se refiere a *“la forma en la cual oferentes de financiamiento se aseguran obtener un retorno de su inversión”*.

Fremond y Capaul (2002), apuntan que gobierno corporativo trata de *“las formas en las cuales los derechos de financiadores externos de capital a las empresas son protegidos y reciben un justo retorno. Las buenas prácticas reducen el riesgo de expropiación ex post y de ese modo el costo del capital ex ante para los emisores”*.

Según Bergloff y Van Thadden (1999) el gobierno corporativo puede definirse como *“el conjunto de mecanismos que trasladan a la firma señales generadas desde los mercados de productos y de insumos al comportamiento de las firmas, cuyas estructuras de control dentro de la firma ejecutaran decisiones basadas en esas señales”*.

Para el CEF (2005) el gobierno corporativo se refiere a *“los mecanismos de incentivos desarrollados para operar las firmas con el objeto de proteger los intereses, acciones, derechos y obligaciones de los diferentes participantes con interés legítimo en la misma. El conjunto de reglas comunes referentes a buenas prácticas de gobierno corporativo determinadas por el sistema jurídico y las instituciones propias de cada país es llamado gobierno corporativo institucional. Las iniciativas, esfuerzos privados y, especialmente, los compromisos que voluntariamente deciden adoptar las empresas se conoce como gobierno corporativo contractual”*.

Una taxonomía indicaría que hay definiciones que ponen el acento en el reparto de rentas (Shleifer y Vishny), otras que enfatizan la cuestión informativa (Bergloff y Van Thadden) y un tercer grupo, referido a los mecanismos e instituciones para resguardar intereses (Tirole). Sin embargo, los tres conjuntos de definiciones son complementarios antes que sustitutas.

Con ese espíritu, una definición propia procura abarcar y condensar todas las anteriores: *“El gobierno corporativo es un sistema de instituciones o mecanismos que inducen incentivos en firmas privadas que hacen oferta pública de su capital para el reparto de los beneficios entre todos los interesados y restringen la discreción sobre tal distribución, en un contexto de información asimétrica y de contratos incompletos”*. Dichas instituciones y mecanismos se estructuran para resolver conflictos de intereses y si dicho proceso es exitoso, el riesgo que enfrentan los accionistas y acreedores de la firma se verá reducido. Por “Buen gobierno corporativo” se entenderá en lo sucesivo el subconjunto de las prácticas anteriormente descriptas que aumentan el bienestar en la economía.

Para Gutiérrez Urtiaga (2004), un sistema de gobierno corporativo se plantea esencialmente resolver dos cuestiones:

- 1) ¿Quién tiene el derecho de controlar el reparto del beneficio “residual” una vez generado? Se entiende por beneficio residual al que queda después de atender el pago de los insumos contratados.
- 2) ¿Cómo se ejerce ese derecho formal, para tornarlo efectivo, cuando algunos agentes tienen derechos de control real o efectivo sobre parte del beneficio residual, que difieren de sus derechos formales?

El derecho de control formal se reparte entre los accionistas y los acreedores. Una vez pagadas las deudas, el control sobre el beneficio residual recae en los accionistas. De no poder pagarse a los acreedores, por el sistema judicial, pasa el control a aquéllos y se renegocian los contratos o se liquida la empresa. El control real o efectivo de los que financian la firma es fuerte ex ante, al efectuarse el aporte de capital o prestarle a la empresa, pero disminuye ex post. Los trabajadores y proveedores ganan control a medida que pasa el tiempo y hay que limitarlos. Ello se hace remunerando sus derechos de control reales a través de un pago fijo o en función de variables fácilmente observables. Los accionistas tienen derechos residuales, cobrando al final, por lo que son los más interesados en tomar decisiones que maximicen dicho beneficio residual. Informalmente, se puede aseverar que en una firma, el único absolutamente interesado en la maximización del beneficio es el dueño.

Así como se estructuran pagos fijos a proveedores y trabajadores, para que los accionistas y acreedores puedan hacer valer sus derechos de control formales, se establecen una serie de instituciones. Pero también aquí aparecen problemas si los financiadores (accionistas y acreedores) utilizan sus derechos para aumentar su participación en los beneficios residuales a costa de otros interesados legítimos (“stakeholders”).

## **I-2 Modelos de Gobierno Corporativo**

En la literatura de economía de la información y los contratos se conoce como problemas de agencia, de principal/agente o de delegación a los contratos en que una parte (principal) contrata a otra (agente) para realizar una actividad a cambio de una remuneración. El agente tiene la ventaja informativa sobre el principal que conoce el esfuerzo que le demanda (costos en que incurre para) el cumplimiento del contrato. El principal debe diseñar una remuneración que induzca al agente a participar en la relación y que haga sus incentivos compatibles con los propios (que al agente le convenga actuar en la dirección que el principal espera).

La literatura considera principalmente dos formas de conflictos de interés en las compañías: por un lado, los que surgen en firmas de capital disperso, entre la gerencia y los accionistas y por otro, los que aparecen en firmas de capital concentrado, entre los intereses de accionistas mayoritarios (grupo de control), por un lado, y los minoritarios por otro.

En ambos casos, el conflicto se relaciona con la presencia de un diferencial de información entre quienes controlan o manejan la empresa y aquellos interesados que no participan directamente en las decisiones de la misma. En el conflicto entre los gerentes y los accionistas, los problemas de agencia se presentan por las dificultades que los propietarios (“principales”) enfrentan para monitorear el esfuerzo y controlar la asignación de recursos realizada por los gerentes (“agentes”). Una posible solución a este problema de agencia es la concentración de la propiedad en manos de pocos accionistas y el control por ellos de la gerencia. Sin embargo, la concentración de la propiedad mitiga el primero, pero puede derivar en el segundo problema de agencia mencionado: aquél que surge entre los accionistas mayoritarios (controlantes) y los accionistas minoritarios. En este caso, los primeros pueden utilizar el control para desviar fondos o asignar recursos en su favor y en su desmedro de las minorías.

La concentración de la propiedad genera fuertes incentivos a la supervisión y el control de la toma de decisiones. Cada financiador individual (por ejemplo, una familia o banco propietario y posiblemente también acreedor, por ejemplo) es poderoso y está incentivado, por la importancia de su participación (o exposición) en la firma. Pero aparece otro problema: la posibilidad que los grandes financiadores utilicen su poder para expropiar a los agentes más vulnerables. Con financiación dispersa, ningún financiador tiene incentivos poderosos para supervisar individualmente, pero individualmente pueden desprenderse de sus tenencias sin afectar demasiado los precios, pasando entonces los mercados de capitales a controlar no coordinadamente a los gerentes. Una empresa no satisfactoriamente gerenciada a juicio de sus accionistas puede ser, en el límite, si la mayoría de su capital cotiza en mercados de valores, ser objeto de captura (take over).

Nestor y Thompson (2001), y Shleifer y Vishny (1996), analizan los modelos divergentes de gobierno corporativo en el mundo y los caracterizan como “Modelo de Outsiders” y “Modelo de Insiders”.

El clásico Modelo de Outsiders con capital disperso (o atomizado) y control por el mercado, se encuentra en Estados Unidos y el Reino Unido. Sus características son:

- 1) Propiedad del capital dispersa, en oferta pública, con grandes participaciones de inversores institucionales,
- 2) Primacía de los intereses de los accionistas en el estatuto de la compañía,
- 3) Énfasis en la protección de los inversores minoritarios,
- 4) Fuertes requerimientos de revelación pública de información.

Este sistema también está caracterizado por un sistema basado en transacciones en el mercado, y un marco regulatorio, contable y legal que favorece el uso del mercado de capitales, y está diseñado para construir confianza entre los inversores no controlantes.

Respecto del Modelo de Insiders con capital concentrado y control por relaciones, predominante en la mayoría de los países de la OECD (fuera de Estados Unidos y el Reino Unido) y también la mayoría de los no pertenecientes a esa organización, la propiedad y el control están en manos de un grupo identificable y cohesivo: los “Insiders”, quienes tienen relaciones estables a largo plazo con la compañía. Usualmente son grupos chicos, y suelen incluir algunas combinaciones de intereses familiares, industriales, financieros con bancos y participaciones cruzadas en compañías. Los patrones de propiedad del capital difieren de los

sistemas de Outsiders, ya que los mercados de capitales están relativamente menos desarrollados bajo el contexto en que actúan los Insiders.

Una subcategoría del sistema de Insiders son empresas poseídas por familias y el Estado. Su característica principal es, por un lado, el importante rol de un pequeño número de familias fundadoras, y por el otro el dominante rol del Estado.

Las familias fundadoras y sus asociados usualmente controlan muchas compañías que no cotizan y aún algunas que cotizan públicamente. Estas suelen cubrirse del riesgo de la pérdida de control, colocando una participación limitada de sus acciones en oferta pública.

Paralelamente a las empresas familiares, existe en muchos países una influencia importante del Estado en la economía. La infraestructura, la industria pesada y el sistema financiero, por ejemplo, pueden estar en sus manos. Altas barreras de entrada, subvenciones a la industria local, y obstáculos (usualmente indirectos) para la inversión extranjera directa, suelen acompañar los casos anteriores. La legislación de insolvencia se utiliza para proteger la continuidad de las empresas existentes, ya que habitualmente en situación de insolvencia se prioriza el salvataje y el mantenimiento de las actividades de la empresa por sobre los derechos de los acreedores.

En Europa Continental y Japón predomina la centralización de la propiedad y en Estados Unidos y el Reino Unido la dispersión en mercados de capitales de alta liquidez, con estrictos requisitos de información y con cierta frecuencia relativa de adquisiciones hostiles (capturas o take overs).

Se ha comparado la eficiencia relativa de cada sistema. Quienes abogan por el esquema concentrado de Insiders argumentan en su favor sus menores costos. En tanto, quienes ponderan el sistema disperso de Outsiders, dicen que las capturas hostiles han sido el único sistema eficiente para resolver los problemas de exceso de capacidad y eliminar conglomerados industriales ineficientes. Además en el Modelo de Insiders, se observan alianzas entre propietarios concentrados y gerentes para maximizar sus beneficios residuales, coalición difícil de sostener en un esquema de propiedad atomizada, donde esos dos grupos tienen intereses que son divergentes.

Según Gutiérrez Urtiaga (2004), cada sistema soluciona mejor algún problema:

- 1) La mayor liquidez del sistema de propiedad dispersa de Outsiders, tiene como contrapartida la menor capacidad de coordinación de los accionistas entre sí y con el resto de los agentes.
- 2) La menor liquidez relativa del sistema de financiación concentrado de Insiders, por su parte, está compensada por la mayor coordinación de financiadores entre sí y con otros agentes.
- 3) La propiedad dispersa de Outsiders resuelve mejor problemas de eficiencia ex ante, mientras que la propiedad concentrada de insiders es capaz de hacer frente mejor a problemas de eficiencia ex post<sup>1</sup>.
- 4) El primer modelo crea más empresas; el segundo evita que desaparezcan empresas rentables cuando se enfrentan a problemas de viabilidad.
- 5) Si el sistema disperso de Outsiders funciona bien, los problemas ex post se corregirán con la concentración temporal a través de las adquisiciones hostiles y con un sistema de quiebras que concentre el control.

---

<sup>1</sup> Los tiempos se refieren al antes y el después de generado el beneficio residual. En el primer caso se está diciendo que los negocios estarán mejor financiados. En el segundo, que los dueños se asegurarán mejor sus derechos formales al reparto del beneficio una vez generado éste.



6) Si el sistema concentrado de Insiders funciona bien, las ineficiencias ex ante pueden corregirse por la facilidad para la transmisión de información sensible al interior de los grupos de control.

El anterior cotejo de costo/beneficio de cada sistema se puede complementar por un esquema replicado en la Tabla 1, que brinda alguna información adicional sobre la familia de tradiciones legales implícita en cada sistema.

En el Reino Unido y los Estados Unidos en los 1980s, los gerentes se orientaron al crecimiento, desviándose del objetivo de rentabilidad, por lo que los precios de mercado cayeron. Cuando disminuyeron lo suficiente dieron lugar a una ola de capturas hostiles. El mercado se autorreguló de esa forma. En los sistemas concentrados, las adquisiciones hostiles no son posibles por no estar en venta paquetes de acciones que permitieran acceder al control. Pero el sistema anglosajón, por otro lado, se ha revelado ineficiente para corregir la sobre valoración en los mercados y han tenido lugar sonoros fraudes ante distorsiones de la información contable. Con financiación concentrada esto también es poco probable que ocurra, ya que por la iliquidez relativa de las tenencias, los grandes accionistas no sacarían ventaja de los altos precios.

Tabla 1: Comparación de Modelos de Gobierno Corporativo		
	Modelo Disperso (Atomizado, Outsiders o de Mercado)	Modelo Concentrado (Insiders o de Relaciones)
Nivel de concentración de propiedad	Relativamente bajo	Relativamente alto
Relación capital y votos	Correspondencia entre capital y derechos de votos	Por participaciones cruzadas, pirámides <sup>2</sup> , acciones de voto múltiple, etcétera, una minoría accionaria puede ostentar mayoría de votos
Mercado de Capitales	Líquido y profundo	Relativamente menos desarrollado
Mercado de Control (capturas)	Fluido y activo	Raramente en el mercado de valores
Ley de Mercado de Valores	Estricta	Relativamente menos estricta
Familia Legal	Anglosajona	Continental
Protección del Inversor	Relativamente importante	Relativamente menos importante
Objetivo de la firma	Crear valor para los accionistas	Interés de la firma
Activismo de los inversores institucionales	Relativamente de alta intensidad (igual son relativamente pasivos respecto de accionistas personales)	Relativamente de baja intensidad
Problemas de agencia entre gerencia y accionistas.	Presente	Raro, hay superposición
Problemas de propiedad (controlantes y minoritarios).	Raro por atomización de la sociedad	Presente
Fuente: Berndt (2000), citado en CEF (2005).		

Sobre si convergerán o se mantendrán las diferencias, hay quienes se inclinan por la primera hipótesis a partir de que la competencia hará predominar las mejores prácticas. Otros sostienen que la concentración de la propiedad en los mercados europeos no ha disminuido y es improbable que ello ocurra en el futuro.

<sup>2</sup> Se posee el 51% de una empresa que a su vez tiene el 51% de otra menor, etcétera. Con poco capital se tiene gran control.

### I-3 Dispersión versus concentración y problemas de agencia

En la práctica, la contratación de factores no se hace en todo momento sobre base spot (juego simultáneo), sino que quienes hundieron recursos en un período quieren asegurar sus retornos en los posteriores (juego secuencial). La perspectiva de Shleifer y Vishny (1996) es en esencia de agencia, proveniente del problema es la separación de propiedad y control. El problema de agencia en este contexto se refiere a las dificultades que los accionistas (y acreedores) tienen en asegurar que sus fondos no sean expropiados o gastados en proyectos no atractivos, en contextos de contratos incompletos. El gerente podría terminar con derechos de control residuales importantes y discreción para asignar fondos a su arbitrio. Si bien se le pueden fijar límites a su discrecionalidad, en la práctica conservan un margen:

- 1) En el límite, pueden expropiar a los inversores.
- 2) Pueden asignarse fondos para beneficios personales.
- 3) Financiar metas de expansión, de modo que los logros apuntalen sus carreras gerenciales.
- 4) Si son incompetentes o no calificados pueden usar recursos de la firma para resistir su reemplazo.

El potencial oportunismo de los gerentes reduce la cantidad de recursos que los inversores están dispuestos a colocar para financiar la firma. Aún con restricciones a los desvíos discrecionales posteriores de recursos (de modo de mejorar la financiación ex ante), el resultado es en general menos eficiente que si el gerente financiara la firma con sus propios fondos.

Una solución a la incompletitud de los contratos es garantizarle a los gerentes un contrato de incentivos altamente contingente ex ante, para alinear sus intereses con los de los inversores. Para hacer esos contratos factibles, alguna medida de desempeño altamente correlacionada con la calidad de la decisión gerencial debe ser hecha verificable. En algunos casos, la credibilidad de una amenaza (por ejemplo, pérdida del empleo o de los privilegios ligados a él) o promesa de accionar a partir de una señal observable, como resultados de balance (aún cuando sea no verificable el esfuerzo realizado) puede bastar.

La evidencia sin embargo, no respalda que los contratos de incentivos resuelvan completamente los problemas de agencia (Shleifer y Vishny, 1996). La experiencia de los años recientes, con el mecanismo de “Stock-Options” como incentivo a la gerencia, degeneró en fraudes contables a veces en connivencia con firmas auditoras de renombre. El problema parece ser que tal medida de desempeño es manipulable por la gerencia. Encontrar un incentivo no manipulable y que a la vez no genere otros resultados indeseados es un desafío importante para la profesión.

La construcción de una reputación es una explicación muy común de por qué la agentes racionales cumplen con sus contratos, aún sin estar forzados a ello. En el contexto financiero, los gerentes pagan a los que financian las empresas porque desean volver a obtener dinero de los mercados. Una teoría alternativa de por qué los inversores dan su dinero a las compañías sin recibir derechos de control a cambio, es un excesivo optimismo inversor. Aún sin juegos Ponzi, si los inversores son suficientemente optimistas acerca de ganancias de capital de corto plazo, pondrán dinero sin demasiadas prevenciones.

Dentro de los que financian las empresas, tienen diferentes contratos e incentivos los acreedores que los accionistas. Los accionistas proveen financiamiento externo a las firmas a cambio de derechos de control. El derecho legal más importante es el de voto. Pero puede ser caro ejercerlo y difícil de hacer cumplir las decisiones. En las empresas hay una suerte de

gobierno representativo, donde la asamblea de accionistas designa al directorio (y este a su vez contrata a la gerencia que son en definitiva los ejecutores de las decisiones). Los directores no necesariamente actuarán en interés de los accionistas, ni los gerentes ejecutarán fielmente el mandato del directorio. Por muchas razones puede hacer pasividad de los accionistas o de los directores. La evidencia empírica es variada. Por ejemplo, en Estados Unidos, los directorios, especialmente aquellos dominados por directores externos, a veces remueven a la alta gerencia por mal desempeño. En Japón y Alemania, la evidencia indica pasividad salvo en circunstancias extremas.

En algunos países, los derechos de voto de los accionistas se suplen con deber de lealtad de los gerentes hacia los accionistas. Lo anterior incluye restricciones legales para subcontratarse con fondos de la empresa compra de bienes y servicios a sí mismos, o a empresas satélites, o a parientes o amigos, límites a compensaciones excesivas, etcétera. Hay prohibiciones sobre ciertos actos de los gerentes, se establecen obligaciones de consulta con directores, y se estatuyen los derechos de las minorías accionarias.

Los acreedores también tienen protección legal diferente entre países. Pueden tener el derecho a embargar garantías, a pedir la bancarrota de una firma que no pague sus deudas, a remover gerentes en caso de quiebra y a votar en una reorganización de la compañía. Su protección legal a veces es más efectiva que la de los accionistas, dado que el default es fácilmente verificable por un tribunal. Tal protección, no obstante, es costosa de ejercer en la práctica y muchas veces tiene un diseño ineficiente. Se han propuesto, por ejemplo, nuevos procedimientos de quiebra, que tratan de evitar negociaciones complicadas convirtiendo, primero todas las deudas en acciones, y dejando luego a los accionistas decidir qué hacer con la compañía.

Centrando la atención en las virtudes relativas de los sistemas más dispersos versus los más concentrados en lo que hace a la propiedad, observan Becht, Bolton y Roell (2002), que la propiedad dispersa implica conflictos de interés entre los distintos interesados, y que crea un “problema de acción colectiva” entre inversores. ¿Qué es un problema de acción colectiva? En lenguaje coloquial podría plantearse como “cooperar es difícil”<sup>3</sup>.

Cinco mecanismos alternativos pueden mitigar los conflictos de interés, siguiendo a Becht, Bolton y Roell (2002):

- 1) Concentración parcial de la propiedad y el control en manos de pocos grandes inversores.
- 2) Capturas hostiles y alianzas entre los votantes que concentren la propiedad y/o el poder de voto en forma temporal.
- 3) Delegación y concentración del control en el directorio.
- 4) Alineación de los intereses de la gerencia con los inversores a través de contratos de compensación a los ejecutivos.
- 5) Deberes fiduciarios claramente definidos para los CEOs, junto con cláusulas de protección contra acciones que dañen los intereses de los inversores.

Becht, Bolton y Roell (2002) revisan la literatura teórica y empírica sobre esos cinco mecanismos y discuten las principales instituciones legales y regulatorias de gobierno corporativo en distintos países.

---

<sup>3</sup> En Guillermo O'Donnell, Pobreza y desigualdad en América Latina, se encuentra un buen planteo analógico del problema: “¿Por qué motivo habría yo de sacrificar mis ingresos personales o los de mi empresa en aras de una situación futura más favorable, si no puedo tener seguridad de que los demás contribuirán también en grado suficiente a generarla?”.

El mecanismo que pareciera mejor resuelve los problemas de acción colectiva entre accionistas y gerentes parecen ser la concentración parcial de la propiedad y la concentración del control en manos de pocos grandes accionistas. Sus inconvenientes son la potencial colusión de grandes accionistas con la gerencia contra los pequeños inversores y la reducida liquidez de los mercados secundarios, perdiéndose así su rol de contralor. Para evitar esto, algunos países le dan más poder a los directorios. Pero estos suelen ser inefectivos. Si se protege más a los accionistas minoritarios, es a costa de una mayor discreción de los gerentes. La cuestión parece ser cómo regular a accionistas grandes o activos, de modo de obtener un correcto balance entre la discreción de los gerentes y la protección a los pequeños inversionistas.

Históricamente, los primeros estatutos se orientaron a limitar privilegios especiales de algunos miembros y por limitar los derechos de votos más que proporcionales a la participación. En Estados Unidos hubo movimientos concentradores posteriores: “Voting Trusts” y “Holding Companies”. En el primer caso, los accionistas individuales transferían sus participaciones a un fideicomiso; éste elegía un representante y votaba por el bloque. Los certificados sobre el fideicomiso eran negociables. Las “Holding Companies” tenían el propósito de poseer y ejercer derechos de voto sobre otras compañías. Se usaron en algunos casos para registrar empresas antes cartelizadas, cuando apareció la legislación antimonopolios. Las posteriores organizaciones, luego de la avanzada antitrust de principios del siglo XX, fueron empresas controladas por gerentes profesionales, con accionistas dispersos.

Cuando los derechos de control están concentrados en un pequeño número de inversores grandes, su acción concertada se facilita. Un accionista importante tiene el incentivo a recolectar información y monitorear la gerencia, evitando el tradicional problema del “free riding”.

En Estados Unidos, grandes accionistas son raros pero no inexistentes, probablemente por las restricciones legales a bancos, fondos mutuos, compañías de seguro y otras instituciones. Otro país con propiedad relativamente dispersa es el Reino Unido. En el resto del mundo, las grandes tenencias son la norma. Los grandes bancos controlan las mayores compañías en Alemania, y las familias las empresas menores, mediante esquemas piramidales. En Japón grandes holdings y tenencias por los bancos son la norma. Grandes acreedores, como los bancos, son también inversores importantes y potencialmente activos. En buena medida, por su poder, terminan pareciéndose a grandes accionistas. Su efectividad depende de los derechos legales que tengan. En Alemania y Japón los bancos son importantes porque acumulan importante proporción de derechos de voto, ocupan sitios en el directorio, juegan un rol decisivo en la financiación por préstamos a las empresas y operan en un entorno legal favorable a los acreedores.

Se ha elaborado literatura donde se concibe a los contratos de deuda como el mecanismo para resolver problemas de agencia. En estos modelos, si el deudor incumple el contrato de deuda, el prestamista gana ciertos derechos, como ejecutar garantías o mandar la firma a la quiebra. Como los derechos de los acreedores son claros, y las violaciones de tales derechos son fáciles de verificar en juicio, la literatura sitúa a la deuda como proveyendo mejor protección a inversores externos que las acciones. Sin embargo, cuando se analizan grandes inversores, cambia la visión sobre los poderes relativos de la deuda y las acciones. Deben ser comparadas en términos de la combinación de protección legal y facilidad de control de la propiedad que cada uno provee. ¿Promueve la deuda la concentración de la propiedad? Si la deuda está concentrada en bancos, estos pueden terminar poseyendo la empresa. Con acreedores más dispersos, aún el nivel de protección legal de éstos puede ser mayor que el de los pequeños accionistas. La cuestión crucial es que los pequeños acreedores no requieren acción concertada contra un deudor incumplidor. Renegociar con tenedores de bonos puede ser comparativamente dificultoso respecto de negociar con bancos, y el deudor puede ir a la quiebra. La dificultad de renegociación

y el poder de los acreedores dispersos puede explicar por qué, salvo excepciones, predomina el financiamiento bancario.

En cambio, a los accionistas individuales no se promete recibir una corriente de ingresos. No pueden reclamar activos específicos de la firma ni ejecutar garantías. Tampoco tienen una fecha terminal para recuperar los activos. El principal derecho que tienen es el de voto para el directorio, pero estos derechos tienen escaso valor a menos que estén concentrados. Pequeños accionistas tienen escaso incentivo a informarse para votar; los inversores institucionales tienen muchas veces restricciones legales por su objeto, para ejercer un voto activo en las asambleas. Cuando los votos están concentrados, se tornan extremadamente valiosos, dado que la parte controlante puede tomar casi todas las decisiones corporativas. En este sentido, la concentración de acciones es más poderosa que la concentración de deuda. El grupo de control puede extraer por ejemplo, dividendos de la gerencia. La concentración o amenaza de concentración será importante entonces para lograr que las compañías paguen dividendos. La emisión de acciones es la forma más simple de financiamiento cuando los contratos de deuda son difíciles de ejecutar. Firmas nuevas o con muchos activos intangibles deben ser financiados por acciones porque sus activos tienen escaso o nulo valor de liquidación como para estructurar créditos sobre ellos. En países de muy rápido crecimiento, las tasas de retorno sobre las inversiones pueden exceder las tasas de apropiación de los grupos de control. Una línea de pensamiento argumenta que los accionistas están peor protegidos que otros interesados. Tienen un contrato sin fecha de finalización y sin una protección específica. Un contrato de deuda limita la discreción de la gerencia, al minimizar los flujos de caja libres (no afectados).

El costo más visible de los propietarios concentrados es que no están diversificados y afrontan por lo tanto excesivo riesgo. Pero lo extendida que está la concentración en el mundo, hace pensar que los beneficios de control pueden compensar en parte tal pérdida de diversificación. El hecho de que acciones con derecho de voto múltiple se negocien con prima, evidencia la posible existencia de beneficios privados de control que pueden venir a expensas de accionistas minoritarios. Pero hay un límite a lo anterior: cuando los blancos de expropiación de los grandes inversores son otros inversores, el efecto adverso sobre los incentivos de dicha expropiación es la declinación del financiamiento externo. Puede llevar a mercados de acciones relativamente pequeños.

#### **I-4 Capturas (“Take Overs”)**

Como alternativa al activismo de los accionistas, se suele esgrimir que las capturas hostiles son una forma efectiva de disciplinar a la gerencia<sup>4</sup>. En una captura típica, un postor efectúa una oferta a los accionistas dispersos y si ellos aceptan adquiere control de la firma, pudiendo así reemplazar o al menos controlar la gerencia. Típicamente, aumenta el valor combinado de la firma compradora y la vendedora, indicando que se espera un aumento en los beneficios a partir de allí. Se ha argumentado que en Estados Unidos es el mecanismo por excelencia de control de la gerencia. Pero, como el procedimiento es caro y traumático, sólo grandes fallas de gerencia parecen justificarlo. Muchas adquisiciones pueden profundizar los problemas de agencia cuando los postores pagan demasiado para obtener los beneficios privados de control.

---

<sup>4</sup> Una categoría particular son las compras apalancadas o “leveraged buyouts” (LBOs). En estas transacciones, los accionistas de una firma en oferta pública son comprados por un nuevo grupo de inversores que usualmente incluye a viejos gerentes, una firma especializada en el proceso, bancos y tenedores públicos de deuda.

En una captura, el “raider” (invasor o atacante) efectúa una oferta de comprar todo o parte de las restantes acciones a un precio de oferta establecido. La captura es exitosa si el “raider” gana más del 50% de los votos y obtiene el control efectivo de la compañía. Las capturas disminuyen el monopolio informativo del gerente en ejercicio acerca del estado de la firma y pueden permitir el reemplazo de los gerentes ineficientes. Pero aún así, si la firma puede comprometerse a un contrato óptimo ex ante, ese contrato es generalmente ineficiente. Estará preparado para inducir demasiado pocas capturas hostiles en promedio.

Existe literatura sobre la eficiencia ex post de las capturas hostiles. En principio para inducir la participación, el “raider” puede verse obligado a pagar toda la futura apreciación en la oferta de compra. Los mecanismos para mejorar la eficiencia de la captura pasan por generar alguna dilución de los derechos de los accionistas minoritarios (modelos de Grossman y Hart). Con tenencias no atomizadas o información asimétrica, los resultados no se mantienen. En contraste, los estudios empíricos hallan que, en promedio, todas las ganancias de las capturas hostiles van a los accionistas meta.

Más allá de la importancia que se les ha asignado, las capturas hostiles son relativamente escasas en número y raras en frecuencia y limitadas a Estados Unidos y el Reino Unido. Si fueran una herramienta eficaz para disciplinar a la gerencia, deberían afectar predominantemente a las firmas de baja performance. Pero la evidencia empírica no es concluyente sobre ese punto. En Estados Unidos la actividad de capturas hostiles declinó después de 1989. Desde 1926 a 1986 las nuevas emisiones en el NYSE debían ser de acciones de una única clase de voto. Esta regulación parece eficiente: se maximiza el riesgo de captura y la regla de mayoría simple amenaza simultáneamente a la gerencia en ejercicio y al “raider”. Desviaciones de la regla “una acción, un voto” permitirán a los accionistas extraerle al “raider” mayor porción de la ganancia de eficiencia. La desviación de la regla también habilitará mayores emisiones de acciones de firmas familiares que desean mantener el control y evitar la posibilidad de capturas hostiles.

### **I-5 Delegación y concentración del poder en el directorio**

Una alternativa a la dispersión de la propiedad es tener ésta semiconcentrada en al menos un gran accionista que tenga interés en monitorear a la gerencia y el poder de cambiarla. Esta forma predomina en Europa Continental y en otros países de la OECD, y es casi excluyente fuera de estos países. Se plantea un “trade off” entre diversificación óptima del riesgo bajo propiedad dispersa, y óptimos incentivos al monitoreo, lo cual requiere propiedad concentrada. Mercados muy líquidos erosionan los incentivos que tiene para monitorear la gerencia un gran accionista.

Un argumento a favor de una participación grande es que el monitoreo se hace en tiempo real. Con propiedad dispersa, los accionistas sólo ejercen control e intervención en caso de crisis, si se genera una captura hostil. Los beneficios de la dispersión son las ganancias en liquidez en los mercados secundarios. Dependiendo del valor del monitoreo, la necesidad de intervención y la demanda de liquidez, cada sistema puede dominar al otro. La comparación entre los dos sistemas también depende de la estructura regulatoria. Si ésta aumenta los costos de tenencias concentradas, entonces un sistema disperso donde puedan existir capturas será mejor. En tanto, si las regulaciones aumentan los costos de las capturas, pero no restringen los derechos de los bloques mayoritarios, surgirá como más eficiente la concentración de la propiedad.

Se discute en la literatura la importancia del activismo de los inversores institucionales en la compañías donde tienen participación. Aún cuando pudieran ejercer dicho activismo, los gerentes de inversores institucionales no tienen participación en las compañías donde invierten y de ese modo no tienen incentivos directos o adecuados para monitorear. El estudio del rol

monitor de los intermediarios financieros ha empezado en la banca. Un monitoreo directo por un banco evita la duplicación del monitoreo por muchos accionistas pequeños. El resumen, el monitoreo bancario ofrece una forma eficiente de resolver problemas de acción colectiva entre múltiples inversores, pero la efectividad del monitoreo depende de los incentivos para controlar de quienes dirigen los bancos.

Los inversores institucionales tienden a operar con el principio de la diversificación de las carteras. Estos tienen un objetivo básico, que es el de maximizar la rentabilidad a sus inversores. Típicamente, no tienen interés en manejar la empresa, no teniendo otra relación con la compañía excepto por sus inversiones financieras.

Sea el capital disperso o concentrado, formalmente el directorio ejerce un poder significativo. En firmas con propiedad dispersa, el directorio es más un sello de goma que un verdadero “poder legislativo independiente” controlando el poder del CEO. Este, a su vez, tiene influencia en la conformación del directorio. También tiene superior información. Aún con directores independientes, estos pueden preferir un rol de menor confrontación, o por ser ajenos a la firma pueden no tener el conocimiento e información para un monitoreo efectivo.

En términos formales, los directorios pueden tener uno o dos tramos. Los de un tramo están usualmente compuestos por directores ejecutivos y no ejecutivos. En teoría los primeros gerencian y los segundos controlan, aunque en la práctica estos también pueden ser cercanos a la gerencia. Informalmente, ambos tipos de directorio pueden ser más o menos capturados por la gerencia o dominados por los dueños de los bloques de acciones. Para evitar ese riesgo, se han sugerido directores independientes.

Los paquetes genéricos de compensación a ejecutivos en firmas en oferta pública, durante la década de los noventa, incluían un componente salarial fijo, un bonus relacionado con el desempeño en el corto plazo, y un plan de participación en el capital (opciones sobre acciones, “stock options”). Las opciones sobre acciones para compensar a los ejecutivos crean conflictos de interés. Son ineficientes si no se basan en alguna medida relativa de desempeño, como el exceso de desempeño de la acción respecto de un índice de mercado, caso contrario, si se premia por desempeño absoluto, se los puede estar recompensando porque el mercado en su conjunto crece. La experiencia mostró que crean nuevos problemas de incentivos al inducir la manipulación contable para mejorar el precio de las acciones. También pueden crear otro conflicto de intereses adicional cuando los ejecutivos toman prestado de la firma para comprar su opción. Los paquetes incluyen otros beneficios, como planes de pensión y pagos por despido (“golden parachutes”). Hay incentivos implícitos a los gerentes, como los anteriores, o servicios al directorio posteriores al retiro. En Estados Unidos el consenso es hacer recaer en una comisión del directorio la determinación de la compensación del CEO (Comité de Remuneraciones), desde las últimas reformas legislativas detonadas por los fraudes contables.

## **I-6 Origen legal y gobierno corporativo**

Mucha literatura reciente sobre gobierno corporativo se basa en la premisa que el principal problema del gobierno corporativo es una gerencia con intereses propios y accionistas débiles dispersos. Fuera de Estados Unidos y el Reino Unido, la mayoría de las empresas en el mundo, aún de firmas en oferta pública, tienen un dueño dominante, muy frecuentemente involucrado en la gerencia, ya sea un banco, una familia o el Estado jugando ese rol.

En López De Silanes et al (1998), el origen legal<sup>5</sup> le da forma al derecho empresarial, en particular, difiere la medida en que se protege a los inversores externos. La ley empresarial influencia la elección de diseños financieros en firmas particulares. Los autores sostienen que la ley empresaria puede ser reducida a un conjunto de medidas, muchas veces binaria, que capturan el grado de protección al inversor. Ofrecen indicadores de protección al accionista y a los acreedores.

A juicio de Bergloff y Van Thadden (1999), una interpretación optimista de las implicaciones de política, hecha por López de Silanes, et al (1998), es que deben mejorarse las normas legales de protección a los accionistas minoritarios. Una opinión más pesimista es que las posibilidades de reforma legislativa son muy limitadas, porque habría que rediseñar todo el sistema legal. Para formular recomendaciones de política es necesario definir el problema de gobierno corporativo en un país particular, en relación con las instituciones prevalecientes. En muchos países no hay justicia civil y criminal efectiva.

Muchos abogados han criticado la clasificación de los países por origen legal. También se critican las medidas cualitativas usadas de calidad de la ley empresarial utilizados. Asimismo, se cuestiona la causalidad que proponen: si la ley empresarial guía las finanzas empresariales o lo contrario es cierto. Por ejemplo, países con una tradición de fuerte papel de los bancos en el gobierno corporativo han encontrado formas de acomodar esa tradición en la práctica legal (Ejemplo, Japón y Suecia).

Los objetivos de la ley se tornan más complejos en el caso de protección a los acreedores que en los de protección a los accionistas. Las leyes que fijan derechos deudor/acreedor pueden ser excesivamente duras o muy blandas sobre la gerencia o el grupo de control, pero la ley puede también favorecer liquidación ineficiente (cuando la continuación sería óptima) o continuación ineficiente (cuando la liquidación sería óptima). También aparecen conflictos entre tipos de acreedores (subordinados o no, por ejemplo) en caso de quiebra.

### **I-7 Algunos elementos para la comparación entre modelos**

¿Hay algún indicador objetivo que permita concluir bondades relativas de los modelos? La calidad del gobierno corporativo tiene una relación directa con el costo del capital y el costo del crédito. Tal relación ha sido estudiada en el ámbito teórico y validada en el ámbito empírico. En mercados emergentes, la importancia de estos temas se refuerza, por la necesidad de financiar el crecimiento. Los costos del financiamiento en las economías emergentes son altos e impiden que se utilicen fluidamente instrumentos de deuda. Los relativamente escasos derechos que tienen los acreedores y las leyes de quiebra, reflejan la diferencia entre un mercado emergente y uno maduro. El tiempo que tarda el proceso de quiebra, también agrega costos a la deuda. Los especialistas concuerdan que la falta de transparencia, escasa protección hacia los accionistas, y estructuras de control concentradas, son obstáculos para el financiamiento.

En la Tabla 2 se advierte que los derechos legales de los acreedores (a partir de los indicadores antes comentados debidos a La Porta et al 1998) son menores en mercados emergentes que en mercados maduros, que hacer cumplir los contratos lleva más tiempo o importa una pérdida patrimonial mayor, y que los plazos para resolver quiebras y una estimación de las pérdidas de recursos que el proceso implica también son más dilatados en mercados

---

<sup>5</sup> Anglosajón, Europeo Continental, Germánico o Escandinavo son las cuatro grandes tradiciones jurídicas. Por colonización se han extendido los dos primeros, y por copia se ha difundido el tercero en algunos países asiáticos.



emergentes. La Tabla 3 proporciona una comparación sobre la base de cinco estándares globales de protección a las inversiones de similar construcción. Argentina se ubica en el promedio de 24 países emergentes.

Existen dos temas informativos fundamentales relacionados al buen gobierno corporativo. El primero se basa en la calidad de la información respecto de estándares internacionales en los estados financieros. El segundo se refiere a que se disemine la información, financiera y de estructura, en tiempo y forma. Muchos países tienen sus propias normas de contabilidad, pero muchos aceptaron el uso de los International Financial Reporting Standards (IFRS). Aunque se resuelvan los problemas de contabilidad, todavía existen los problemas de gobierno. Existe un “trade off” entre aumentar los mecanismos de protección hacia los inversionistas y el costo de estos nuevos mecanismos, sobre todo en las empresas chicas.

Tabla 2: Costos de quiebra y derechos legales (2004)					
País	Índice de derechos legales de los acreedores (0-10 menor, mayor)	Cumplimiento de los contratos		Costos de quiebra	
		Días para hacer cumplir los contratos por vía judicial	Costo (% de la deuda perdido)	Años para resolver la quiebra por vía judicial	Costo (% del patrimonio objeto de la quiebra que se pierde en el proceso)
China	2	241	25.5	2.4	18
India	4	425	43.1	10.0	8
Corea	6	75	5.4	1.5	4
Malasia	8	300	20.2	2.3	18
Tailandia	5	390	13.4	2.6	38
<b>Asia</b>	<b>5</b>	<b>286</b>	<b>22.0</b>	<b>4.0</b>	<b>17</b>
República Checa	6	300	9.6	9.2	18
Hungría	5	365	8.1	2.0	23
Polonia	2	1000	8.7	1.4	18
Rusia	3	330	20.3	1.5	4
Turquía	1	330	12.5	2.9	8
<b>Europa del Este</b>	<b>3</b>	<b>465</b>	<b>12.0</b>	<b>3.0</b>	<b>14</b>
Argentina	3	520	15.0	2.8	18
Brasil	2	566	15.5	10.0	8
Chile	4	305	10.4	5.6	18
Colombia	4	363	18.6	3.0	1
México	2	421	20.0	1.8	18
<b>América Latina</b>	<b>3</b>	<b>435</b>	<b>16.0</b>	<b>5.0</b>	<b>13</b>
<b>Mercados Emergentes</b>	<b>4</b>	<b>395</b>	<b>16.0</b>	<b>4.0</b>	<b>15</b>
Alemania	8	184	10.5	1.2	8
Japón	6	60	8.6	0.5	4
Estados Unidos	7	250	7.5	3.0	8
<b>Mercados Maduros</b>	<b>7</b>	<b>165</b>	<b>9.0</b>	<b>2.0</b>	<b>7</b>
Cuando los acreedores cobran antes que otras partes relacionadas ó la gerencia permanece fuera del proceso de reorganización el índice sube.					
En las columnas de cumplimiento y costos de quiebra, para determinar el costo, se tomó en cuenta además del tiempo, el pago de tarifas legales y asesores.					
Fuente: Banco Mundial (citado en FMI, 2005).					

Tabla 3: Indicadores de protección de la inversión (0 más bajo, 10 más alto).						
País	Estándares contables	Imperio de la Ley	Eficiencia Judicial	Repudio de contratos	Riesgo de expropiación	Promedio simple cinco anteriores
Argentina	4.5	5.4	6	4.9	5.9	5.3
Brasil	5.4	6.3	5.8	6.3	7.6	6.3
Chile	5.2	7	7.3	6.8	7.5	6.8
Colombia	5	2.1	7.3	7	7	5.7
México	6	5.4	6	6.6	7.6	6.3
<b>América Latina</b>	<b>5.2</b>	<b>5.2</b>	<b>6.5</b>	<b>6.3</b>	<b>7.1</b>	<b>6.1</b>
India	5.7	4.2	8	6.1	7.8	6.4
Corea	6.2	5.4	6	8.6	8.3	6.9
Malasia	7.6	6.8	9	7.4	8	7.8
Tailandia	6.4	6.3	3.3	7.6	7.4	6.2
<b>Asia</b>	<b>6.5</b>	<b>5.7</b>	<b>6.6</b>	<b>7.4</b>	<b>7.9</b>	<b>6.8</b>
Turquía	5.1	5.2	4	6	7	5.5
<b>Europa Emergente</b>	<b>5.1</b>	<b>5.2</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>5.5</b>
<b>Mercados Emergentes</b>	<b>5.6</b>	<b>5.4</b>	<b>5.7</b>	<b>6.6</b>	<b>7.3</b>	<b>6.1</b>
Alemania	6.2	9.2	9	9.8	9.9	8.8
Japón	6.5	9	10	9.7	9.7	9
Estados Unidos	7.1	10	10	9	10	9.2
<b>G-3</b>	<b>6.6</b>	<b>9.4</b>	<b>9.7</b>	<b>9.5</b>	<b>9.9</b>	<b>9</b>
<b>Promedio 24 países emergentes</b>	<b>3.8</b>	<b>4.7</b>	<b>6.3</b>	<b>6.1</b>	<b>6.7</b>	<b>5.5</b>
<b>Promedio 25 países más desarrollados</b>	<b>6.4</b>	<b>9.1</b>	<b>9.1</b>	<b>9.1</b>	<b>9.5</b>	<b>8.7</b>

Fuente: Universidad de Yale. International Institute for Corporate Governance. Citado en FMI (2005).

Un obstáculo para el acceso al capital en los países emergentes es la concentración del control por grupos, cuyos derechos de control exceden su participación accionaria en la empresa. Esto se logra mediante estructuras piramidales o mediante grupos (generalmente una familia), que poseen acciones con mayores derechos de voto. Se han efectuado estimaciones del valor de dicha prima de control, a partir de una década de transacciones. Se presentan para un conjunto de países en la Tabla 4. Se aprecia que la prima de control promedio en países menos desarrollados casi cuadruplica la que se computa en países desarrollados.

Tabla 4: Estimación del promedio de los beneficios privados del control. Basado en una muestra de transacciones entre 1990-2000.			
País	Prima de control (En %)	País	Prima de control (En %)
Argentina	18.30	Hungría	
Brasil	65.50	Polonia	4.50
Chile	16.00	Rusia	
Colombia	28.20	Turquía	36.40
México	34.80	Europa Emergente	32.40
América Latina	32.60	Mercados Emergentes	22.90
China		Alemania	3.80
India		Japón	-3.20
Corea	12.80	Estados Unidos	3.70
Malasia	9.00	G-3	1.40
Tailandia	11.10	Promedio 18 países menos desarrollados	19.20
Asia	10.97	Promedio 20 países más desarrollados	5.70
República Checa	56.30		
Fuente: Dyck and Zingales (2004), citado en FMI (2005).			

Bergloff y Van Thadden (1999), efectúan un listado de las prioridades para reformar el gobierno corporativo en mercados emergentes y en transición:

- 1) Reconocer las diferencias internacionales en los sistemas de gobierno corporativo.
- 2) Usar las reglas generales contables y los requerimientos de transparencia de la OECD como referencia.
- 3) La necesidad de mejora en la protección a inversores externos es mayor en las economías en transición que en mercados emergentes.
- 4) El énfasis sólo en los problemas de los pequeños accionistas será probablemente muy limitado.
- 5) La necesidad de mejora en la protección de los acreedores es posiblemente más importante que la de los accionistas en mercados emergentes y economías en transición.
- 6) El énfasis de corto y mediano plazo sobre la protección del inversor no debe estar en crear mercados líquidos para acciones y bonos corporativos.
- 7) En el largo plazo, mercados de valores líquidos pueden ser importantes para atraer inversión extranjera de cartera.
- 8) Reformas centradas en hacer cumplir las normas son más importantes y más difíciles que los cambios a la letra de la ley.
- 9) Las reformas deben reconocer la complementariedad de distintas partes de la ley y de las instituciones políticas.
- 10) En muchos contextos la preocupación más inmediata es proteger a los interesados (“stakeholders”) antes que a los accionistas (“shareholders”).
- 11) La implementación del cumplimiento (enforcement) de reformas al gobierno corporativo puede requerir condicionalidad externa.

12) Una reforma efectiva de gobierno corporativo requerirá muchas veces una combinación de amenazas y cooptación de los principales actores.

Bris y Cobolis (2002), en una interpretación menos “formativa” que la anterior, observan que hay tres formas de convergencia de los países a un mejor gobierno corporativo, Funcional, Formal y Contractual. Convergencia Funcional, consiste en la adaptación de los mercados a las demandas, sin cambio en las reglas. Por Convergencia Formal, se entiende un cambio en la ley que fuerza la adopción de mejores prácticas. Por último, Convergencia Contractual, implica que las firmas cambian sus propias prácticas de gobierno corporativo al comprometerse a un régimen mejor por fusiones internacionales. Un ejemplo de convergencia funcional es la creación de nuevas bolsas en Europa, las cuales les dan a los inversores la protección que la ley no provee. También estos países han comenzado a efectuar reformas en el ámbito formal. Hay observadores que argumentan que, como en medicina, algunos transplantes son a veces rechazados. Ejemplos de convergencia contractual son casos como el de los principios generales emitidos por Calpers, el fondo de pensión de los empleados estatales de California, como precondition para invertir en activos extranjeros. La obligación de cotizar simultáneamente en Estados Unidos para emisores externos los suele comprometer a mejores prácticas. Sin embargo, se les suele exigir menos en Estados Unidos siendo extranjeras que a firmas locales.

## **II Un examen a la literatura sobre gobierno corporativo**

El capítulo se compone de cinco secciones, que tratan respectivamente de instituciones y problemas de agencia, contratos y remuneración, estructura y control, sistema legal y quiebras<sup>6</sup>.

### **II-1 Instituciones y problemas de agencia**

Claessens (2003), observa que se ha investigado la relación entre la ley y la economía, y la importancia del gobierno corporativo, mediante el análisis de la influencia de los derechos de propiedad sobre el desarrollo financiero y el crecimiento. Un mejor gobierno corporativo beneficia a las firmas a través de un mayor acceso al financiamiento, menor costo de capital, un mejor desenvolvimiento de la firma, y un tratamiento más favorable a los interesados. La importancia general del gobierno corporativo ha sido establecida, pero el conocimiento en cuestiones o canales específicos es todavía débil en un número de áreas: el rol de los bancos en el gobierno corporativo, el rol de inversores institucionales, el “enforcement”, las firmas de propiedad estatal, firmas de propiedad familiar, y los aspectos dinámicos del cambio institucional.

En 1932 Adolph Berle y Gardiner Means en su trabajo seminal referido al problema de divergencia entre propiedad y control, sobre la corporación moderna y la propiedad privada, investigaron la alta dispersión de capital entre pequeños accionistas y el control concentrado en manos de los gerentes en firmas estadounidenses. Este libro dejó la imagen de corporaciones modernas gestionadas por profesionales, no responsables para con los accionistas. La Porta et al (1998) sugieren que no sólo en muchos países las grandes corporaciones tienen grandes accionistas, sino también que éstos tienen un rol activo en el gobierno corporativo. La investigación fue realizada en las veinte firmas más grandes que cotizan, de 27 países desarrollados, donde se observaron sus estructuras de propiedad. El estudio identifica a los propietarios finales del capital y los derechos de votación en las firmas. Los datos, permiten responder a preguntas como: cuán comunes son las firmas con propiedad dispersa en diferentes países respecto de firmas que tienen propietarios con derechos de votación importantes; quiénes son los propietarios (familias, gobierno, instituciones financieras) en firmas con propiedad dispersa; cómo ejercen su poder éstos propietarios; y qué explica los diferentes patrones de propiedad entre países. El riesgo de expropiación a las minorías por el grupo de control es el gran desafío del gobierno corporativo en la mayoría de los países. Algunas de las consecuencias de la divergencia de intereses entre los accionistas de control y los minoritarios, es que en países con una fuerte protección de los accionistas, los inversores pagan un precio mayor por sus acciones, y por ello, los accionistas con control desean reducir su cantidad de acciones, o hasta renunciar a su poder, dándose así una propiedad menos concentrada, en contraste con países con una pobre protección a accionistas donde existen firmas con propiedad mas concentrada, y con mercados bursátiles más pequeños.

Los escándalos de Enron, WorldCom, Tyco, Adelphia, Global Crossing y otros han sido los motivadores para un cambio legislativo, como lo fue la Ley Sarbanes-Oxley de 2002, y para un cambio regulatorio, que incluyen nuevas pautas del NYSE y del NASDAQ. Holmstrom y Kaplan (2002) se preguntan sobre el funcionamiento del sistema estadounidense. La economía estadounidense se ha desenvuelto muy bien, tanto en términos absolutos como relativos. Las ganancias en productividad en la década pasada ha sido excepcionales, y sus mercados bursátiles

---

<sup>6</sup> Se agradece la colaboración de Daniela Scalise y Ezequiel Pérez Vázquez en este tramo del trabajo.

han superado otros índices mundiales. Por lo que la evidencia no es consistente con una falla en el sistema americano. También se preguntan si los cambios legales condujeron a una mejora en el gobierno corporativo de ese país. Los mayores cambios en el gobierno corporativo en los últimos veinte años, como el crecimiento dramático del pago con acciones y la institucionalización de los accionistas estadounidenses. Estos cambios fueron centrales en la reestructuración productiva de las corporaciones estadounidenses. Pero, la difusión de los pagos con acciones y el aumento de los precios de las acciones a fin de los 1990s crearon incentivos para comportamientos ilegales. Holmstrom y Kaplan (2003) sostienen que los costos asociados con esos incentivos han sido superados por los beneficios. Mientras que el sistema de gobierno corporativo estadounidense falló bajo ciertas circunstancias, el sistema en su conjunto, reaccionó rápidamente para tratar el problema.

Mohanram y Shyam (2004) analizan los balances realizados antes y después de los cambios regulatorios en Estados Unidos. La nueva regulación requiere que toda la información sea comunicada a los inversores al mismo tiempo. Frente a este cambio (prohibir información privada) existen dos posturas, la de la Securities Industry Association (SIA), que sostiene que los análisis se van a ver afectados por la reducción en la calidad de la información brindada por las empresas, y la de la SEC, que considera que al prohibir la información privada los analistas van a ser más independientes de las empresas, ya que no necesitarán cultivar sus nexos para conseguir la información. Según los resultados que presentaron Mohanram y Shyam (2004), la nueva regulación no tiene impacto sobre la exactitud de las predicciones y su dispersión. Encontraron que la certeza de los pronósticos no varió demasiado. Luego de la reforma, la información pública sufrió una caída en la calidad, es por ello que en la actualidad los analistas están invirtiendo más esfuerzos en conseguir información idiosincrásica. Al aumentar el esfuerzo para conseguir información es necesario disminuir la cantidad de empresas estudiadas, debido a la existencia de una restricción presupuestaria. Frente a este problema, luego de la reforma, los analistas se concentraron en aquellas empresas que no estaban bien cubiertas. Este proceso produjo la duplicación de la cantidad de empresas analizadas. Además, los observadores pueden cambiar su análisis para especializarse en las empresas menos analizadas, en vez de las más analizadas, como medio para diferenciarse del resto. Esto produce un efecto de independencia. Una vez realizada la reforma, los analistas relacionados con ciertas empresas que tenían ventaja en los pronósticos sobre dichas empresas, perdieron la ventaja comparativa y como resultado hubo un mayor equilibrio en los informes y predicciones. Los resultados soportan la teoría de la SEC. Al haber un mayor esfuerzo por parte de los analistas para buscar la información, se incrementó su independencia de las gerencias, que antes de la reforma podían amenazar con no darles la información, dejándolos fuera del mercado.

Oster y O'Regan (2002), investigan si los inversores externos a la firma subvalúan las acciones cuando saben que existen conflictos de gobierno corporativo. Estudios anteriores mostraron que si hay estructuras que permiten grandes beneficios privados a los controladores, y si existe baja protección a los accionistas, la firma va a tener un valor menor. Utilizaron una muestra de 4424 firmas de 29 países, con diferentes niveles de gobierno. Bajo los supuestos anteriores se debería encontrar que los inversores pagan menos por las empresas mal gobernadas; en caso de no poder modificar el precio, los inversores tenderían a poseer menos cantidad de estos activos en su portafolio. Implícitamente supusieron que la capacidad de expropiar a inversores externos es mayor cuando el gerente controlador no puede ser removido internamente. Consistente con lo que se quería demostrar, los resultados hicieron notar que los inversores castigan a las empresas que poseen mal gobierno corporativo, tanto en el ámbito de firma como de país cuando la protección en este es menor.

La investigación reciente ha documentado diferencias grandes entre los países en la concentración de la propiedad de las firmas, el tamaño de los mercados de capitales, las políticas de dividendos, y en el acceso de las firmas al financiamiento externo. La Porta et al (1999b), sugieren que hay un elemento común para explicar estas diferencias. La ley, que protege a los inversionistas (tanto los accionistas como los acreedores) de los administradores y los accionistas controladores. Describen las diferencias en leyes y la eficacia de su aplicación en los países, discuten los orígenes posibles de estas diferencias, resumen sus consecuencias, y determinan estrategias potenciales de la reforma del gobierno corporativo. La protección a los inversionistas externos es crucial, a juicio de La Porta et al (1999b), porque muchas veces sus retornos pueden no materializarse nunca ya que los administradores y los accionistas controladores se pueden quedar con ellos. Esta apropiación puede tomar muchas formas. En algunos países una fuerte protección a los inversores externos puede ser una manifestación importante de la seguridad de la propiedad privada contra la interferencia política. Empíricamente una buena protección a los inversores está asociada con un efectivo gobierno corporativo. Un importante corolario de La Porta et al (1999b) es que dejar a los mercados financieros solos no es una buena forma de alentar su crecimiento. La protección a los inversores se puede lograr optando por regímenes legales más intervencionistas, así como introduciendo cambios radicales en la estructura legal.

La Porta et al (1999a), presentan un modelo de los efectos de la protección legal sobre los accionistas minoritarios y de la propiedad del flujo de efectivo por un accionista que controla la valuación de las firmas. Para testear este modelo se utilizó una muestra de 371 grandes firmas de 27 países desarrollados. Consistente con el modelo, encontraron evidencia de una superior valuación de firmas en países con mejor protección a los accionistas minoritarios. Hallan que en gran medida la protección legal a los inversores externos como a los acreedores, es un determinante importante del desarrollo de los mercados financieros.

Claessens y Leaven (2003), encontraron evidencia que en los países donde los derechos de propiedad están mejor garantizados, las empresas pueden crecer más. Para el estudio utilizaron una base de datos del valor agregado sectorial, y como base un trabajo previo de Rajan y Zingales. Al modelo básico le agregaron una variable que representa un índice de cumplimiento de los derechos de propiedad, y otra variable que representa el ratio entre activos intangibles y fijos. Cuantitativamente el efecto en el crecimiento es tan grande como la mejora del financiamiento. El efecto del respeto por la propiedad es más importante en las empresas nuevas. Una firma siempre tiene el riesgo de no poder conseguir retornos de sus activos. Asumiendo que no hay expropiación del gobierno quedan como fuentes posibles de expropiación de los activos de la firma, los competidores y los propios empleados. Es sencillo para los empleados y competidores hacerse de los bienes intangibles, como patentes, mediante copias por ejemplo, si no existen derechos de propiedad. Es más importante el derecho de propiedad para los bienes intangibles que para los tangibles, ya que es más difícil robar una máquina que una patente.

Claessens y Fan (2002) realizan una recopilación de la literatura que discute temas sobre la crisis asiática y sobre las lecciones que esta dejó. La literatura da cuenta de la falta de protección a los accionistas minoritarios, que permitió la expropiación por parte de los mayoritarios. Los problemas de agencia se vieron acrecentados por la poca transparencia corporativa, excesiva toma de riesgo por los intermediarios financieros, y extensivas estructuras de grupo. Los accionistas controladores afrontaron los costos de agencia a través de descuentos en el precio de las acciones y gastos en monitoreo. Si bien las firmas utilizaron mecanismos para mitigar estos costos, como contratar a auditores con buena reputación, los efectos fueron limitados. La crisis muestra que los mecanismos convencionales y alternativos de gobierno corporativo, tienen poca efectividad en países con instituciones pobres y derechos de propiedad

poco respetados. Asia se caracteriza por empresas en manos de familias y transacciones basadas en relaciones.

Goergen et al (2004), mostrando las especificidades del gobierno corporativo alemán, destacan que ese régimen está caracterizado por la existencia de un mercado para el control corporativo parcial, grandes accionistas, monitoreo de bancos acreedores y accionistas del exterior, directorios con dos jerarquías (gerentes y supervisores), y regulaciones de gobierno corporativo en gran medida basadas en las directivas de la UE. La característica clave de los negocios alemanes es su enfoque orientado al consenso. Su criterio de eficiencia de gobierno corporativo, se centra en la maximización del valor de los interesados, en lugar de la maximización del valor de los accionistas. La relación entre la propiedad o la concentración del control y la rentabilidad han cambiado en el tiempo. Durante los 1970s y 1980s la relación entre control y performance era positiva, pero desde los 1990s se ha transformado en negativa. Por otro lado, los CEOs en Alemania tienen aparentemente la mayor remuneración monetaria, y la remuneración no monetaria más pequeña en toda Europa. Existe una correlación positiva entre el pago por gestión y la performance. Este pago por desempeño está a su vez relacionado con la influencia de grandes accionistas en el control. Se han fortalecido las reglas en lo referente a negocios entre internos, anti-trust, y restricciones sobre la votación.

Hauser y Lauterbach (2004) estudiaron 84 unificaciones israelíes de clases duales de acciones. Una unificación es esencialmente venta de derechos de voto de una clase de inversores a otra. Se realiza mediante la transformación de todo los tipos de acciones comunes en acciones de un solo voto. Analizando el precio de las transacciones se puede tener una idea del valor del voto. Los resultados del estudio fueron que el precio del voto depende de la posición y perspectivas de los accionistas mayoritarios. La compensación por la pérdida de poder de voto sólo se ofrece cuando los accionistas mayoritarios tienen el control de la firma. Los inversores institucionales hacen que la compensación para los accionistas mayoritarios sea menor. Y en promedio, el valor del voto en las unificaciones es similar al precio del voto implícito en la primas de las acciones con mayores votos. Sin embargo, el precio depende de varios factores. El precio marginal del voto aumenta cuando la pérdida de votos por parte de los accionistas mayoritarios es mayor. El precio del voto es menor cuando hay inversores institucionales que poseen títulos, esto sugiere que este tipo de inversores defienden el interés público en la firma. Las empresas controladas por familias venden los votos a un precio mayor, esto hace pensar que el beneficio privado es mayor en este tipo de firmas. Por último, el estudio demuestra que el voto tiene un valor marginal aún para una persona que posee más del 50%, esto puede ser debido a que van a poseer control de la firma durante más tiempo, y de ese modo pueden aumentar el valor presente de los beneficios privados.

Fusiones entre países proveen un mecanismo alternativo para la transferencia contractual de gobierno corporativo. En estas fusiones transfronterizas, la absorbida usualmente adopta los estándares contables, prácticas de disseminación de la información y estructuras de gobierno de la adquirente. Para aislar el efecto puro de gobierno corporativo de la fusión, respecto de sus efectos precio, Bris y Cobolis (2002), se centran en la Q de Tobin de la industria cuando la fusión tiene lugar, en referencia a las propias firmas. También construyen indicadores de gobierno corporativo en el ámbito de la industria que igualan a la media ponderada de los índices de la protección al inversor en La Porta et al (1998). Asimismo, calculan el efecto de las adquisiciones transfronterizas de y por firmas en cada industria sobre los indicadores promedio de gobierno corporativo. Los cálculos se hicieron sobre un panel de 9200 observaciones usando cuatro indicadores de protección: al inversor, a los acreedores, estándares contables y corrupción. El punto de partida son los índices de derechos de los accionistas derechos de los acreedores,



eficiencia del sistema legal, corrupción y estándares contables de La Porta et al (1998). Los dos primeros surgen de multiplicar respectivamente derechos de los accionistas y derechos de los acreedores por el índice de eficiencia del sistema judicial. Cada adquisición de la muestra está caracterizada por 8 índices: protección a los accionistas, protección a los acreedores, corrupción y estándares contables para el país de la adquirente y de la adquirida. La diferencia entre los índices de ambos países arroja la “transferencia de calidad de gobierno corporativo de la fusión”. Las prácticas de protección a los accionistas pueden ser transferidas vía una fusión transfronteriza. No es transmisible la protección a los acreedores. Tanto los estándares contables como el nivel de corrupción son inherentes al país donde la firma opera. La muestra abarca quince años, países desarrollados y emergentes, y de las cuatro tradiciones legales. Independientemente de las características de ambas firmas, la hipótesis de gobierno corporativo predice que la industria de la adquirente exhibirá una pérdida en valor al fusionarse con una firma en un ambiente menos protectorio. A la inversa, la industria de la destinataria se beneficiará de la adquisición, y esos beneficios serán mayores cuanto mejor sea el gobierno corporativo del adquirente. Para responder si las fusiones transfronterizas pueden tener efectos positivos o negativos en el valor de la industria, hacen la regresión en panel de la Q de Tobin de la industria correspondiente como variable endógena. Controlan por país/año y disponen efectos fijos por industria. Las variables explicativas clave en las regresiones son los diferentes indicadores de gobierno corporativo que elaboran. Encuentran que cuando las adquisiciones provienen de países que protegen mejor a sus accionistas, hay aumento significativo en el valor de dicha industria medido por el Q. También confirman que la calidad de protección a los acreedores provista por el adquirente es irrelevante. Hallan que importar buenos estándares contables vía adquisiciones no crea valor. También que las firmas absorbidas son dañadas por adquisiciones transfronterizas con prácticas más corruptas que las propias. Ese resultado es, sin embargo, insignificante una vez que se controla por el origen legal de las partes. Cuando se considera el origen legal, las pérdidas mayores de valor se dan en las adquisiciones en empresas con origen legal inglés por otras con origen legal francés. Lo contrario es también verdadero. Las fusiones más rentables son las de adquirentes de origen legal inglés y adquiridas de origen legal escandinavo. Examinando los cambios en la Q de Tobin antes y después de las fusiones, no hay un patrón consistente en su relación con gobierno corporativo. Adquisiciones de firmas en países con más débil protección a los accionistas por firmas en régimen más protectivos, aumenta la Q de Tobin significativamente en la industria de destino. Tal resultado es robusto a características de país, año e industria. Pero no se observa que firmas que son adquiridas por otras en un ambiente con peor gobierno corporativo pierdan valor.

Bebczuk (2005), se impone dos objetivos: primero, calcular medidas cuantitativas de la calidad del gobierno corporativo en Argentina<sup>7</sup>, replicando una metodología existente, y examinar la estructura de propiedad para 65 empresas listadas durante 2003-2004. Luego, testear predicciones sobre el efecto esperado de dichas medidas sobre el desempeño de las compañías en 2000-2003, contra el ROA (medida histórica) y la Q de Tobin (medida prospectiva). Bebczuk procura calcular un índice en uso internacionalmente, de Transparencia y Disseminación de Información (TDI) confeccionado con información pública. El TDI procura determinar cuán transparente es la información corporativa y cuán protegidos están los inversores externos al grupo de control. Se compone de 32 ítems binarios (1 si la información está presente, 0 caso contrario), dividiéndose en tres subíndices: Directorio, Disseminación de Información y

---

<sup>7</sup> Argentina exhibe un mercado con escasa colocación primaria, bajo valor transado en mercados de capitales, pequeño nivel de capitalización bursátil respecto de la economía, bajo número de empresas listadas y muchas empresas que se han retirado de la oferta pública.

Accionistas. El primero mide la estructura, procedimientos y compensación del directorio y la alta gerencia. El segundo, el grado en que la empresa informa externamente hechos relevantes, y el tercero mide la calidad de la información a los accionistas minoritarios. Los subíndices están muy correlacionados con el TDI. El trabajo presenta los resultados para cada ítem del TDI, y una estadística descriptiva de los mismos. Los tres subíndices promedian bajos valores, de 28,4%, 49,35% y 40,26%. En la muestra hay un 46% de empresas cuyo propietario último es una familia (vía tenencias directas o estructuras piramidales) y un 54% pertenecientes a transnacionales. La propiedad está muy concentrada, en promedio el accionista último poseyendo un 63,1% de los votos y 56,9% de los derechos a los flujos de caja. El desempeño se mide vía el ROA (histórico) y la Q de Tobin (prospectivo). La muestra de 2000-2003 se particiona en dos subperíodos, 2000-2001 y 2002-2003. ROA versus Q exhiben correlación positiva pero no significativa (pasado versus expectativas). Coteja TDI contra las medidas de desempeño, bajo la hipótesis que empresas mejor gobernadas tendrían mejor retorno sobre activos y mejor prospección de valor de mercado de los activos respecto del valor de reposición. También coteja contra las dos medidas de desempeño, los derechos sobre flujos de caja y los derechos de control de la mayoría, así como el cociente entre los dos últimos. Se incluyeron algunas variables de control: edad de las compañías, tamaño, razón deuda/activos, crecimiento de las ventas y emisión de ADR. También se clasificaron las firmas en cuatro sectores: industria, servicios públicos, otros servicios y producción primaria. TDI tiene efecto positivo y significativo sobre ROA y sobre Q, conservando los coeficientes estabilidad entre especificaciones y períodos.

## **II- 2 Contratos y remuneración**

Una corriente de la literatura ha sido motivada por la noción de que incentivos financieros para los gerentes pueden ayudar al alineación de los intereses entre propietarios y aquellos, reduciendo los problemas de agencia y, por ello, mejorando la valuación del mercado. Otra corriente de la literatura ha estudiado el impacto del cambio de gerentes sobre la performance corporativa.

La historia moderna de la investigación sobre la compensación a ejecutivos comenzó en 1980, paralelamente con el surgimiento y la aceptación de la teoría de agencia. La compensación a ejecutivos ofrece las oportunidades para analizar varios conceptos centrales para la economía laboral, incluyendo incentivos, productividad marginal, contratos, promociones, separaciones, y carreras. Murphy (1998), provee una descripción actualizada de las prácticas de pago para los CEOs. Se incluyen la estructura y el nivel de los paquetes de compensaciones, las diferencias en el ámbito internacional, la relación entre el pago y el desempeño de la firma, y las políticas de remuneración. Murphy (1998) hace notar que:

- 1) Los niveles de compensación son mayores, y la sensibilidad pago-desempeño es menor en grandes firmas;
- 2) Los niveles de pago y la sensibilidad mencionada son menores en empresas de servicios públicos regulados, que en firmas industriales;
- 3) Los niveles de pago y la sensibilidad pago-desempeño son mayores en los Estados Unidos que en otros países.

Jensen y Murphy (2004) analizan lo que ha sucedido en las últimas décadas con relación a la remuneración ejecutiva. Un buen diseño de incentivos retributivos es un arma poderosa para enfrentar los problemas de agencia. La compensación a la vez puede ser una fuente de conflicto si no está bien manejada. Los autores realizan un listado de 38 recomendaciones, que incluyen los siguientes puntos:

- 1) El comité de remuneración tiene que reflejar en el diseño de los contratos el objetivo, la visión y la estrategia de la empresa.
- 2) Los contratos a los CEO y la alta gerencia no deben incluir una compensación en caso de despido por incompetencia o motivo fundado.
- 3) Fijar los estímulos en cantidad de acciones. Si aumenta la cotización, aumenta el premio.
- 4) La compensación basada en capital requiere mayor monitoreo por parte del directorio, porque se generan incentivos en los gerentes a manipular los balances.
- 5) El comité de remuneración debe tomar control completo del proceso de remuneración, así como de sus políticas y prácticas.
- 6) El presidente del directorio no debe ser el CEO, ni alguien que lo haya sido o tiene la posibilidad de serlo.
- 7) Se debe limitar el número de CEOs externos. Si bien traen beneficios, pueden darle mucho poder al CEO.
- 8) El CEO debe ser el único miembro de la gerencia dentro del directorio.
- 9) Se le debe requerir a los gerentes que se involucren comprando acciones u opciones de la firma. De esta forma se revelarán sus creencias sobre la valuación futura de la empresa.
- 10) Los contratos con parte de remuneración en acciones, deben tener cuando sea posible un ajuste por precio de ejercicio o por pago de dividendos. De esta manera se reduce el incentivo de los gerentes a que retengan dividendos.
- 11) Los bonus deben incluir un componente subjetivo. De esta manera se reduce el ruido de las medidas objetivas y se tiene una herramienta de discrecionalidad para combatir shocks no anticipados.

La manera en que las firmas están organizadas y proveen incentivos a sus empleados varía a través del tiempo y de los diferentes países. Acemoglu y Newman (2002) construyeron un modelo donde dadas las diferentes condiciones en el mercado laboral, las firmas toman diferentes estructuras. La forma de la organización no sólo responde a las condiciones macro sino que también depende del rendimiento esperado. Por este motivo es que las empresas destinan recursos al monitoreo. El modelo se basa en un agente que luego de firmar el contrato realiza un esfuerzo que no es observable, pero la empresa puede detectarlo con una probabilidad que depende de la cantidad de recursos que destina al monitoreo. La remuneración del empleado va a depender de si no se lo detectó haraganeando. Para tomar la decisión del esfuerzo el agente va a mirar tres factores: el salario, la indemnización si es despedido, y la probabilidad de que lo detecten sin trabajar. El factor de mercado al que se presta más atención es la oportunidad de conseguir un nuevo trabajo. Un aumento de la demanda de trabajo genera tres efectos: 1) El efecto de la utilidad ex – ante: si el mercado laboral es rígido el salario será mayor ya que las empresas van a querer atraer a los trabajadores. Un mejor salario hace que el incentivo a trabajar aumente. 2) El efecto de utilidad de reserva ex – post. Si los empleados saben que de ser despedidos van a conseguir trabajo rápido, entonces la amenaza no sirve como incentivo. 3) El efecto del costo del monitoreo. Cuando hay mucha demanda de trabajo, el costo de monitoreo se hace mayor.

Controlar a quienes gestionan una firma es costoso. En el sistema de gobierno basado en el mercado existen varios mecanismos para reducir los problemas de agencia o para evitar los problemas inherentes al equilibrio del poder. La ausencia del monitoreo por accionistas debería ser compensada por un activo mercado de capturas hostiles. Por otro lado, los esquemas de remuneración pueden estar diseñados para alinear los intereses de los gerentes con los de los accionistas. Crespi-Cladera y Renneboog (2003), investigan el rol de monitoreo de las coaliciones de votación de accionistas en Gran Bretaña, mediante una muestra aleatoria de firmas

británicas. Se calcula en el trabajo, dada la estructura de capital, el poder relativo de votación de los grandes accionistas y de las potenciales coaliciones de accionistas y diferentes medidas de concentración accionaria. Tratan de responder si las coaliciones de votación están formadas por accionistas con el propósito de disciplinar al gerente incumbente de baja performance. Existe evidencia de una resistencia exitosa del director ejecutivo a las reestructuraciones del directorio si pueden aliarse a un bloque de votación poderoso. Existe poca evidencia que con mayor independencia de los directores no ejecutivos se llegue a una mayor remoción de altos gerentes.

Las investigaciones empíricas sobre la compensación a ejecutivos se han centrado en dos cuestiones: la estructura, los componentes, y el nivel apropiado de compensación. Dittmann y Maug (2003), investigan la primera de estas cuestiones, en particular el balance óptimo entre la base salarial y el pago en acciones a los CEOs. Para ello se estima un modelo para una muestra de 598 CEOs norteamericanos. El modelo predice que la compensación óptima no incluye acciones.

Renneboog y Trajanowski (2003), con evidencia sobre 250 firmas cotizando en la Bolsa de Londres muestran que las remuneraciones a la gerencia y la terminación de los contratos laborales tienen un rol importante en mitigar problemas de agencia entre gerentes y accionistas. Se acepta el rol disciplinario de los despidos de gerentes. Hay consenso en que tanto resultados contables como precios de las acciones tienen deficiencias para medir desempeños. Las medidas contables porque capturan desempeños pasados y pueden ser manipuladas. Y los precios de las acciones condensan expectativas a futuro, y pueden incluir los efectos de un cambio esperado de CEO. Renneboog y Trajanowski (2003) usan ambas. El período de análisis (1988-93) es previo a la publicación del Informe Cadbury para un buen gobierno corporativo. Los principales resultados del análisis de despidos del CEO indican:

- 1) El reemplazo de un CEO tiene fuerte impacto en el desempeño.
- 2) Ni la concentración total de la propiedad, ni la presencia de grandes accionistas se relaciona a alta rotación de CEOs por mal desempeño.
- 3) CEOs con fuerte poder de veto impiden su reemplazo, lo anterior se potencia cuando además son presidentes del directorio.
- 4) Directorios con alta proporción de directores no ejecutivos, y con personas separadas en las funciones de CEO y Presidente de Directorio, reemplazan los CEOs más frecuentemente.
- 5) Hay escasa evidencia consistente que grandes tenencias concentradas de acciones influyen la rotación de los CEOs.

Respecto de las compensaciones de los CEOs

- 1) La compensación monetaria a los CEOs está positivamente relacionada al desempeño corporativo, y aumenta con el tamaño de la firma y el riesgo de la actividad.
- 2) Son más sensibles al desempeño del precio de las acciones, en sociedades más abiertas.
- 3) Cuando bajan los precios de las acciones, los CEOs tienden a compensar desempeños malos, aumentándose el efectivo que perciben en los paquetes de compensación.

El proceso de privatización checo provee una oportunidad para rever la relación entre la performance corporativa por un lado, y los cambios de gerentes e incentivos, por otro (Claessens y Djankov, 1998). El trabajo utiliza 4 parámetros de performance empresarial para 706 firmas checas durante el período 1993-1997. Se estudiaron los efectos de introducir nuevos gerentes e incentivos sobre la rentabilidad, la productividad laboral, la propensión a realizar esfuerzos comerciales, y la Q de Tobin. Se encontró que las cuatro medidas de desempeño empresarial están positivamente relacionadas con la entrada de nuevos gerentes, particularmente si estos gerentes fueron seleccionados por propietarios privados. La conclusión más importante, es que

para la reestructuración de empresas luego de su privatización en economías en transición, se requieren cambios en el capital humano, que solo puede conseguirse a través de cambios de gerentes.

Basados en la experiencia corporativa japonesa, Hirota y Kawamura (2002), revisan los mecanismos internos para disciplinar a los gerentes. Concluyen que existen mecanismos tanto internos como externos que determinan la eficacia en la gerencia. Los internos son empleo a largo plazo, intercambio de información entre empleados y gerentes, y dificultad de monitoreo. Los mecanismos externos son rigidez laboral y competencia del mercado. Se observó que si estos mecanismos funcionan correctamente el accionista no tendrá necesidad de intervenir en las decisiones del gerente, ya que éste tendrá incentivos a tomar la mejor decisión para la empresa.

### **II-3 Estructura y control**

Los mecanismos internos más estudiados en gobierno corporativo han sido la composición del directorio y la estructura de propiedad de la firma, mientras que los mecanismos externos que han recibido más atención incluyen el mercado de adquisiciones y el marco legal/regulatorio. Denis y Macconnell (2003) agrupan los modelos en primera y segunda generación. La primera generación de modelos estudia individualmente los diferentes mecanismos de gobierno, en particular, la composición del directorio y la propiedad del capital en cada país. Los resultados de estos estudios determinan que solamente en Estados Unidos y el Reino Unido hay capital atomizado, en el resto del mundo se ve concentración de control no solo de propiedad, sino también de otros derechos. El problema común de Estados Unidos entre la gerencia y los accionistas atomizados no parece ser el mismo que en el resto del mundo, donde el conflicto es entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios. Por otro lado, en los modelos de segunda generación, se analiza el impacto de los diferentes sistemas legales (cómo son protegidos los derechos de propiedad) en la estructura y efectividad del gobierno corporativo, y se comparan los sistemas en los diferentes países. Un sistema legal fuerte parece ser la condición necesaria para que se difunda la inversión en capital. En Estados Unidos, por ejemplo, la falta de relación entre estructura de propiedad y el valor de la firma puede ser una señal de que el sistema legal es fuerte. En los países donde el sistema legal funciona mal, sólo la concentración de propiedad puede solucionar la falta de protección.

Hermalin y Weisbach (2001), relevan la literatura económica sobre los directorios. El CEO tiene incentivos para capturar al directorio, para asegurarse que no lo despidan y aumentar los beneficios correspondientes a su cargo. En cambio, los directores tienen incentivos a mantener su independencia para monitorear al CEO y reemplazarlo en caso de que su rendimiento baje. La literatura empírica ha mostrado que la relación directores relacionados/no relacionados no está correlacionada con el rendimiento de la firma. Sin embargo, el número de directores está negativamente relacionado con el rendimiento. Esto se debe a que directorios con mayor cantidad de directores “externos” y de menor tamaño toman mejores decisiones en lo relacionado con adquisiciones, “píldoras venenosas”<sup>8</sup>, compensación de los ejecutivos y reemplazo del CEO. Los directorios cambian a través del tiempo dependiendo de su poder de negociación con respecto al CEO. Estos estudios empíricos tienen el problema de que la mayoría de las variables son endógenas, arrojando resultados que son difíciles de interpretar. Este punto es importante cuando se quieren utilizar estos estudios como base de política. Hermalin y Weisbach (2001) sugieren que la investigación futura se tiene que centrar en modelar las funciones del

---

<sup>8</sup> Mecanismos incorporados en los contratos de altos ejecutivos para dificultar y encarecer su remoción.

directorio, testear las implicaciones de los modelos en particular, en lugar de centrarse en si el director externo es mejor que el interno y estudiar los directorios en empresas que tienen capital abierto.

Mucha de la literatura sobre la firma moderna está basada en el supuesto de que la propiedad es dispersa. Pero en la actualidad, hay una línea que sostiene que la concentración de propiedad existe hasta en grandes firmas norteamericanas. Se ha llegado a sostener que se puede separar la propiedad y el control (derecho de voto) beneficiándose así los grandes tenedores de acciones. Claessens et al (2000) abordan este último punto y para ello realizan un estudio de la separación de propiedad y control en 2980 empresas en nueve países del Este de Asia. En todos ellos, los derechos de voto son mayores que los derechos de flujo de caja dado que existen estructuras piramidales. La separación entre el control y la propiedad es más visible en las empresas familiares y empresas chicas, esto se debe a que los gerentes suelen ser parientes o allegados a los grupos mayoritarios. Estos descubrimientos son relevantes ya que muestran el potencial que poseen los accionistas mayoritarios para expropiar a los minoritarios. Las firmas viejas por lo general están controladas por grupos familiares, esto va en contra de la creencia de que a medida que el tiempo transcurre el capital se atomiza.

Claessens et al (1999) analizan la relación entre la concentración de los derechos de flujo de caja, control y el tipo de estructura de propiedad con el rendimiento de la firma. Para eso se utilizó una base de datos de 2658 firmas asiáticas durante 1996 (el año anterior a la crisis). Se encontró que grandes derechos de flujo en manos de los grupos de control (familias, Estado, instituciones financieras y corporaciones de capital atomizado) están asociados con alto valor de mercado, mientras que grandes derechos de control concentrados están asociados con valor de mercado bajo. Esto sugiere que cuando aumenta el control crece la probabilidad de expropiar a los accionistas minoritarios. El control familiar es un factor importante en la correlación negativa, y en la mayoría de las grandes empresas asiáticas relevadas se verifican. No se encontró expropiación en las empresas controladas por el Estado y en aquellas que tienen el control disperso. Concluye el estudio que el riesgo de expropiación es el mayor problema de principal agente en las empresas con capital abierto pero concentrado.

Los efectos de la estructura de propiedad han sido muy analizados, con especial énfasis en el rol de los grandes inversores. Los inversores que tienen una porción mayor del capital de una empresa tienen más incentivos a maximizar el valor de esta. Para eso recolectan información y controlan a los gerentes, lo que ayuda a que el problema de Principal-Agente sea menor. Grandes accionistas tienen mayores incentivos para presionar a los gerentes, pero sus propios intereses no necesariamente son los mismos que los de inversores restantes (minoritarios). Claessens et al (2002) estudiaron la valuación de 1301 empresas con capital abierto en nueve países del Este de Asia. Estos países poseen más de dos tercios de las firmas controladas por un gran accionista, los flujos de caja divergen de los de control debido a las estructuras piramidales, y los gerentes están relacionados con los accionistas de control. Encontraron que el valor de la firma aumenta cuando la propiedad de los flujos está en manos de grandes accionistas.

La crisis financiera en el Sudeste Asiático en 1997-1998 produjo problemas financieros a firmas con diversas estructuras financieras y de propiedad, y afectó a países con diversas instituciones. Claessens et al (2003), estudian este acontecimiento permite la identificación de los factores que determinan el uso de la bancarrota como medio de resolución de problemas financieros corporativos. De una muestra de 1472 en cinco países asiáticos del este, identificaron 644 firmas con dificultades financieras por la crisis. De éstas, 83 cayeron en bancarrota durante 1997-1998. Encontraron, controlando algunas características de las firmas, que la probabilidad de que llegaran a la quiebra era más baja para las firmas poseídas por un banco o que fueran parte

de un grupo. Además, hallaron que más derechos para los acreedores y un mejor sistema judicial en el país aumenta la probabilidad de la bancarrota. Tanto la firma como las características del país inciden en cómo los problemas financieros son resueltos. Las firmas difieren en su capital y en su estructura, mientras que los países difieren en sus leyes y los sistemas de regulación. Hay otras alternativas a la bancarrota, como los arreglos informales con los acreedores y otros tenedores de acciones. Se estudiaron los casos de Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas y Tailandia. El porcentaje de firmas poseídas por bancos es mayor en Malasia, Filipinas y Tailandia y relativamente pequeño en Indonesia y Corea. Y la afiliación a un grupo (que puede proveer financiamiento en situaciones difíciles), es más común en Indonesia y Tailandia y menos importante en Filipinas. Los cinco países también tienen diferencias a la hora de resolver sus problemas financieros, a partir de distintos sistemas judiciales. Una particular diferencia, es en la importancia de los derechos de los acreedores. Los acreedores tienen más incentivos a forzar la bancarrota cuando los costos judiciales son relativamente bajos y cuando el sistema judicial es más eficiente.

En muchos países, los bancos prestan a sus firmas controladas. La Porta et al. (2002), examinaron las ventajas del préstamo relacionado, usando una base de datos para México. En dicha base el préstamo relacionado es frecuente (el 20% de préstamos comerciales) y ocurre en términos mejores que los préstamos a empresas no relacionadas. Tienen mejores términos para el prestatario que un préstamo a un desconocido y una mayor tasa de default. De hecho en la mayoría de los casos, el peor rendimiento lo dieron los préstamos que recibieron los relacionados con los bancos. La Porta et al. (2002), concluyen que la mejor forma de reducir la fragilidad del sistema financiero es reducir la cantidad de los préstamos relacionados, esto se puede favorecer con una mejor regulación para esta clase de préstamos, pidiendo mayores requerimientos y efectuando una supervisión más estricta.

Shah y Sunder (1999) diseñaron un modelo para tratar de abstraer dos formas de designar al directorio: una a través del CEO, y otra a través de una mayor participación accionaria. Analizan los efectos de los incentivos en los miembros del directorio sobre las ganancias de los accionistas. La hipótesis era que un director que sea un gran accionista, a diferencia de uno elegido por el CEO, propiciará un mayor vínculo entre el pago y el desempeño. Se encontró que la sensibilidad del vínculo pago-desempeño crece con la fracción de capital en propiedad de los directores.

Hart y Moore (1999), desarrollan un modelo de jerarquías basado en la asignación de la autoridad. Los propietarios de la firma, que cuentan con la máxima autoridad sobre las decisiones, no tienen el suficiente tiempo o capacidad para ejercer sus funciones. Por ello, van a delegar su autoridad a subordinados, y estos, a su vez, continúan delegando. Se desarrolla un modelo para analizar la cadena óptima de mando dado que los diferentes agentes van a tener diferentes tareas: algunos están comprometidos con la coordinación, y otros con la especialización. Se trata el grado de descentralización óptima dentro de la firma, y las fronteras de aquel.

En un corto período la República Checa privatizó el 70% de su economía, oportunidad para cambiar el gobierno corporativo imperante. Claessens et al (1999) analizan como las firmas checas se reestructuraron más rápidamente que las firmas en otros países en desarrollo. Un aspecto que diferenciaba las firmas era una clara estructura de propiedad (dadas las privatizaciones) y una gran influencia sobre las firmas de inversores institucionales. Se investigó si las firmas que terminaron con una propiedad más concentrada tuvieron una mayor rentabilidad y una mayor  $Q$  de Tobin. Se encontró que cuanto más concentrada la propiedad, mayor la

valuación del mercado, y mayor su rentabilidad. Grandes propiedades de fondos de inversión, bancos e inversores estratégicos están asociados a una mayor valuación y rentabilidad.

## **II- 4 Sistema legal**

La Porta et al (1988), estudian las políticas de dividendos en el mundo. El trabajo se centra en por qué las firmas pagan dividendos. Para eso, los autores utilizan dos modelos de dividendos. El primero, denominado “outcome”, concibe a los dividendos como el resultado de la presión de los accionistas minoritarios para extraerle renta a los Insiders, dada la protección legal que tienen los accionistas. Bajo este modelo, a mayor poder de los accionistas minoritarios, mayores serán los dividendos. En el otro modelo denominado “substitute”, los Insiders, accionistas grandes, eligen efectuar un pago de dividendos para establecer una reputación de cómo serán tratados los accionistas minoritarios y, de esta manera, poder aumentar el financiamiento con capital de terceros en el futuro. En este modelo, a mayores derechos de los accionistas minoritarios, menor el pago de dividendos, ya que se reduce la necesidad de establecer reputación. Además, la protección legal de los accionistas va a ser un sustituto de los dividendos. Testearon estos modelos con una muestra de 4000 compañías en 33 países alrededor del mundo, como diferente nivel de protección a accionistas. Los resultados son consistentes con el modelo de “outcome”. En los países donde el nivel de protección de los accionistas es mayor, se pagan más dividendos. Aún más, las firmas que crecen más rápido pagan menos dividendos que las que crecen menos rápido. Esto se debe a que los accionistas, que están protegidos, prefieren resignar dividendos cuando las oportunidades de inversión son buenas. Por otro lado, en los países donde la protección legal es mala, los accionistas se conforman con lo que pueden conseguir, más allá de la oportunidad de inversión. Esta mala utilización de recursos, es el costo de agencia que surge por la deficiente protección de los accionistas.

López de Silanes (2003) examina la literatura correspondiente a la ley de valores, y su aplicación por reguladores y juzgados. Si bien algunos autores consideran que este tipo de leyes no es necesaria, dado que las transacciones son realizadas por emisores y compradores sofisticados, la literatura reciente considera que sí es importante. La postura que no toma en cuenta la importancia de las leyes, sostiene que las firmas deseando colocar sus bonos van a brindar toda la información que el inversor necesita y, de esta manera, le darán seguridad. Por otro lado, el inversor demanda toda la información para no ser engañado. La teoría alternativa sostiene que el beneficio a corto plazo de engañar es mayor que el ser honesto de largo plazo. De esta manera, es necesario un sistema legal que no permita dichas prácticas. La aplicación de estas leyes va a depender de las características y capacidades del regulador y de la eficiencia de los juzgados. La efectividad del regulador va a depender de la independencia con respecto al poder político. Un regulador independiente puede resistir la presión política, a la vez, si el regulador está concentrado en una sola tarea no se distrae en la implementación de ésta. El poder de investigación y sanción del regulador también es importante. Sobre el origen del sistema legal y el desarrollo de eficiencia existen tres visiones. La primera, teoría del desarrollo, sostiene que los juzgados tienen costos fijos y, por lo tanto, no desarrollan eficiencia hasta que se llega a un nivel adecuado de desarrollo. La segunda, la teoría del incentivo, sostiene que el sistema funcionará mal si los agentes tienen incentivos a alargar los litigios o recurrir a la justicia por temas menores. Sin embargo, funcionará bien si los agentes afrontan el costo del litigio, lo que generará que procuren que se resuelva rápido. La última es la teoría del procedimiento formal, que discute la relación entre el formalismo legal y el mercado financiero. Sostiene que la ley importa, porque reduce los costos de contrato y litigios, ya que permite la aplicación privada de los contratos.



## II-5 Quiebras

Los mecanismos de quiebra han sido investigados en varios campos, como las finanzas, la teoría de la firma y en el estudio de los derechos de propiedad y el gobierno corporativo. Como resultado se han encontrado dos mecanismos de resolución de insolvencia (Santella, 2002).

- 1) Permitir que acreedores tomen control de los bienes del deudor, los vendan e inviertan ese dinero en otros proyectos. El rol principal de la ley de bancarrota es el de poder permitir a los acreedores rescatar capital de empresas insolventes para llevarlo a empresas más rentables.
- 2) Control de los gerentes por parte de los acreedores mientras la empresa sigue en marcha. En este caso la ley es la principal herramienta que tiene los acreedores para poder monitorear a las empresas endeudadas.

Desde un punto de vista económico la ley de quiebra debe ser tanto un instrumento de sanción por parte de los acreedores, como para poder desinvertir en caso de que haya incumplimiento de pago y que les confiera el derecho a monitorear la gerencia durante la relación crediticia. La eficiencia de estos instrumentos es de interés para los deudores, ya que si funcionan bien tanto el costo del capital accionario como el del crédito se reducen. Varias propuestas se han realizado para poder distribuir los activos sin pérdida de recursos. Estas propuestas tienen diferencias, pero se concentran en la distribución automática de los activos a los acreedores. Una manera es la venta en subasta y otra es convertir a los acreedores en accionistas. La primera disuelve a la empresa y la segunda le da el control directo a los acreedores haciendo que la negociación por el cobro sea directa. Otros autores plantean que se puede llegar a una coordinación de intereses mediante el uso de contratos. Más allá de los puntos de vista, queda clara la necesidad de reconocer el poder directo de los acreedores en el proceso de quiebra y que la justicia debe supervisar pero no dirigir.

Las características específicas de los derechos de los acreedores están recogidos en los regímenes de insolvencia de los países, como también los mecanismos para hacerlos cumplir. Un régimen de insolvencia trata de balancear varios objetivos incluyendo la protección de los derechos de los acreedores y otros interesados, y evitar la liquidación de firmas viables. También debería impedir a gerentes y accionistas tomar préstamos imprudentes, tanto como a los oferentes de capital dar préstamos con una alta probabilidad de incobrabilidad, y también proporcionar un cierto grado de desarrollo de emprendedores en la economía. Claessens y Klapper (2002) exploran la importancia relativa de esas características y los efectos de diferentes tipos de derechos de acreedores que pueden ayudar a explicar el uso relativo de la quiebra. Para ello, se documenta cuán frecuentemente son utilizados los sistemas de insolvencia formales en una muestra de 35 países. Luego se investiga la relación entre características específicas del diseño de los sistemas de insolvencia, y el uso de la quiebra, tomando en consideración los sistemas judiciales de los países. Este trabajo documenta el uso actual de las quiebras, e identifica empíricamente los factores que afectan su uso entre los países. Se encontró que las quiebras eran mayores en países de sistema legal anglosajón y en sistemas financieros orientados al mercado, sugiriendo existencia de sistemas judiciales más eficientes o tomadores de más riesgo en países con common law. Una mayor eficiencia judicial está asociada con un mayor uso de bancarrotas, pero la combinación entre mayores derechos para los acreedores y una mayor eficiencia judicial, lleva a un menor uso de la bancarrota. Esto sugiere que el fortalecimiento de los derechos de los acreedores y una mayor eficiencia judicial son sustitutos. Estos hallazgos indican que existen

importantes incentivos ex ante de los sistemas de insolvencia, incluyendo desalentar comportamientos riesgosos, y generar más acuerdos informales.

### **III Evolución reciente del tratamiento del gobierno corporativo en el mundo y en Argentina**

Este capítulo es descriptivo y analítico, componiéndose de trece secciones: tendencias regulatorias internacionales, Ley Sarbanes-Oxley de 2002, los costos de implementación, el gobierno corporativo en Argentina, legislación en Argentina, normas del decreto 677/2001 con relación a los auditores, el comité de auditoría y los auditores independientes, responsabilidad de los directores, oferta pública de adquisición, procedimiento arbitral, facultades de la CNV, el rol de los inversores institucionales, protección a accionistas minoritarios, y gobierno corporativo en Argentina respecto de las sugerencias de la OECD.

#### **III-1 Tendencias regulatorias internacionales**

Se comenzó a estudiar el tema del gobierno corporativo a partir de la crisis de 1929. Los ejecutivos habían abusado de su poder y no existían controles eficaces dada la gran dispersión de la propiedad. El poder que tenían los gerentes se basaba en el manejo de las votaciones en las asambleas, dado que las participaciones estaban muy dispersas. El trabajo seminal sobre la separación de la propiedad y el control de Berle y Means, data de 1932. Las correcciones a este problema comenzaron en Estados Unidos regulando los mercados bursátiles, con el establecimiento de la SEC que veló por la transparencia y constituyó un organismo de control para los agentes que operaban en la bolsa, estableciendo un marco normativo. Se buscó eliminar el uso de información privilegiada. En Estados Unidos el sistema político desalentó sistemáticamente la participación de bancos, compañías de seguro, fondos mutuos y fondos de pensión en asuntos corporativos.

Por otro lado, en Europa Continental, la dispersión accionaria no existía en las magnitudes de los Estados Unidos. En Europa Continental se prefería el financiamiento bancario, por medio de créditos, por lo que las bolsas europeas no estaban demasiado desarrolladas. Dada esta característica, no se regularon los mercados, sino las sociedades por acciones. Existieron así dos grandes modelos regulatorios: el de Estados Unidos donde regularon los mercados, y el de Europa en donde se trató de regular la estructura societaria (Velasco San Pedro, 2005).

En Estados Unidos con la SEC regulando, igualmente continuaron produciéndose nuevos escándalos en los 1980s, como los bonos basura y las compras apalancadas de empresas. En Europa con la crisis del estado de bienestar, comenzó una ola de privatizaciones. Esta llevó a que en los 1990s existiera en el continente un auge de los mercados bursátiles, ya que las empresas necesitaban más recursos y las bancas eran insuficientes. La globalización incentivó las fusiones (por ejemplo, en electricidad, petróleo y bancos) y esto generó muchas compañías globales con capital disperso.

Por varias razones la temática del gobierno corporativo es tan importante hoy en día. Los puntos son los siguientes, luego desarrollados con más detalle.

- 1) Por las privatizaciones realizadas en las dos décadas recientes.
- 2) Por la reforma de las pensiones y el crecimiento del ahorro privado contractual.
- 3) La ola de capturas en los 1980s.
- 4) La desregulación y la integración de los mercados de capitales.
- 5) La crisis asiática de 1997.
- 6) Los escándalos corporativos en Estados Unidos en 2001.

La ola mundial de privatizaciones fue un fenómeno importante en América Latina, Europa Occidental, Asia, el antiguo bloque soviético, pero no en los Estados Unidos. Entre los países de la OECD, empezó en el Reino Unido. Las cuestiones relacionadas con la elección del método de privatización avivaron el interés en cuestiones de gobierno corporativo. En general, las privatizaciones han aumentado el rol de los mercados de valores, en la medida en que la mayoría de las ventas en los países de la OECD han sido mediante ofertas públicas.

La participación de activos financieros controlados por inversores institucionales han crecido significativamente en los 1990s en los países de la OECD. En Estados Unidos representan 50% de las tenencias de activos financieros y en la OECD poseen el 59,7% de todas las acciones. En Estados Unidos y el Reino Unido, 35 y 40% del total de activos están en manos de inversores institucionales. En los Estados Unidos, la regulación ERISA obliga a aquellos a votar responsablemente. Ello ha dado lugar a una industria de servicios para efectuar recomendaciones de votos y ejercitar el voto por clientes. En Japón, Italia y Alemania los inversores institucionales son relativamente pequeños, pero crecientes en importancia.

Hubo una ola de fusiones y adquisiciones en Estados Unidos en los 1980s y en Europa en los 1990s. En los últimos casos, hay involucradas empresas privatizadas. Con las capturas, hubo grandes cambios en el gobierno de las empresas.

Con la desregulación e integración en los mercados de capitales, las reglas de un buen gobierno corporativo se han promovido en parte como una forma de proteger e incentivar la inversión extranjera en los mercados emergentes.

La crisis asiática mostró las débiles prácticas de gobierno corporativo en esos mercados. Todo su modelo de conglomerados centralizados y financiamiento controlado por gerentes y grandes inversores fue puesto en duda. Los organismos internacionales, a partir de allí, comenzaron a fijarse en cuestiones de gobierno corporativo cuando aparecieron nuevas crisis financieras.

Los escándalos en grandes empresas de Estados Unidos, que tuvieron que ver con irregularidades contables que inflaban los resultados, siendo responsables gerentes y auditores, derivaron en grandes cambios normativos.

Los desarrollos normativos en materia de gobierno corporativo, en casi todos los casos inicialmente buscaban promover un amplio margen de desregulación y promoción de las buenas prácticas de gobierno corporativo centrando la atención en la atracción de recursos financieros a la empresa. En una primera etapa, las reformas se promovían vía códigos o cuerpos de recomendaciones de los propios mercados autorregulados que constituían normas blandas (“soft law”), y cuya adopción por parte de las empresas era voluntaria.

Tabla 5: Mercados y sus finanzas					
	PBI en 2003	Capitalización bursátil	Deuda pública	Deuda privada	Activos bancarios
	En billones de dólares				
Mundo	36.3	31.2	20.0	31.3	47.8
Unión Europea	10.5	7.7	6.2	10.4	22.4
Estados Unidos	11.0	14.3	5.0	16.0	5.8
Japón	4.3	4.9	5.8	2.2	7.2
Emergentes	8.4	3.9	1.9	1.1	8.0
Asia Emergente	3.9	2.9	0.8	0.8	5.6
América Latina	1.7	0.6	0.6	0.2	0.9
	En porcentaje del PBI mundial				
Mundo	100%	86%	55%	86%	132%
Unión Europea	29%	21%	17%	29%	62%
Estados Unidos	30%	39%	14%	44%	16%
Japón	12%	13%	16%	6%	20%
Emergentes	23%	11%	5%	3%	22%
Asia Emergente	11%	8%	2%	2%	15%
América Latina	5%	2%	2%	1%	2%
	En porcentaje de su propio PBI				
Mundo	100%	86%	55%	86%	132%
Unión Europea	100%	73%	59%	99%	213%
Estados Unidos	100%	130%	45%	145%	53%
Japón	100%	114%	135%	51%	167%
Emergentes	100%	46%	23%	13%	95%
Asia Emergente	100%	74%	21%	21%	144%
América Latina	100%	35%	35%	12%	53%
Fuente: BIS, FMI, Banco Mundial y World Federation of Exchanges en FMI (2005).					

Se aplicaron numerosas formas de aumentar la “visibilidad” del grado de compromiso de las empresas, por ejemplo creando secciones especiales de cotización con requisitos más exigentes en cuestiones de gobierno corporativo (ejemplo Novo Mercado en Brasil) o vía la promoción de índices o calificaciones sobre prácticas de gobierno corporativo emitidas por entes independientes y confiables para el mercado. En la actualidad, existe una tendencia hacia una mayor protección del inversor vía la adopción de normas legales de distinto rango, siempre obligatorias (CEF, 2005).

Las reformas recientes están indicando ciertas tendencias comunes en materia de gobierno corporativo. Involucran cambios en las leyes del mercado de valores y, sólo complementariamente, en las leyes de sociedades. Por otro lado, la técnica metodológica seguida ha sido la de establecer lineamientos o principios generales en las leyes, dejando al regulador de los mercados de valores la tarea de completar y reglamentar una normativa específica y más detallada. Si bien este criterio brinda mayor flexibilidad en la aplicación de las normas, su éxito supone la existencia de un regulador independiente, autónomo y con suficientes recursos económicos y humanos.

Tabla 6: Contenido de las reformas, indicativas de tendencias comunes	
Transparencia	Las reformas dan mayor importancia a la información “no financiera” (un claro ejemplo son los llamados Informes Anuales de Gobierno Corporativo). La mayor accesibilidad y rapidez de la información a través de los medios de información de bajo costo y fácil acceso como Internet. En muchos casos, la regla informativa se basa en el principio de “cumpla o explique”.
Directorios	Se consolida la tendencia a conformar al directorio como un órgano de supervisión, con presencia de directores independientes en sus comités claves (auditoria, nominaciones, remuneraciones, etcétera), una mayor clarificación de los deberes de diligencia y lealtad de los administradores, así como una formalización de los reglamentos que regulan el funcionamiento del órgano y de sus comités.
Derechos de accionistas Minoritarios	Revitalización de la asamblea de accionistas y tratamiento legal equitativo a los accionistas minoritarios. Existe un fuerte aliento a una participación más activa de los inversores institucionales.
Auditoría	Reforzar los criterios de independencia y sujetarlos a normas más estrictas que la autorregulación profesional, promoviendo una convergencia de los sistemas de contabilidad hacia criterios internacionales, regulándose en muchos otros casos el rol de otros prestadores de servicios profesionales o intermediarios reputacionales.
Estructura de capital	Mayor flexibilidad de ciertas prácticas comunes en el derecho del mercado de valores internacional.
Sociedades cerradas e intermediarios financieros	Importante discusión en los foros internacionales sobre la extensión de las normas de buen gobierno corporativo a estas compañías.
Fuente: CEF, 2005.	

El “Cadbury Report and Recommendations” de 1992 en el Reino Unido es referencial para los códigos de gobierno corporativo. El Informe Cadbury, se basó en dos recomendaciones:

1) Aconsejaba el refuerzo de los directorios como instancia de control. Sugerían directores independientes, sin vínculo con la compañía, y que pudieran tener acceso a toda la información de la misma. También organizar los directorios en comisiones, destacando la comisión de auditoria y la de nombramientos, para prevenir los conflictos de interés y los abusos en las oportunidades de negocios de los gerentes. Los directorios tenían que disponer de mayor información.

2) El refuerzo de la auditoria como sistema de control externo. Para ello darle mayor independencia a los auditores (se recomendaba un sistema de rotación), y brindarles las condiciones, sin obstáculos, para que pudieran realizar su trabajo.

Si bien el Informe Cadbury fue imitado en todo el mundo, se han criticado algunos aspectos del mismo. Una crítica es que los ejecutivos al tratar de “incrementar el valor para el accionista” realizarían operaciones para mejorar la imagen de la empresa meramente con el objetivo de aumentar las cotizaciones y de esta forma cobrar con relación a las mismas (contratos con incentivos en “stock options”). Entonces, los gerentes utilizarían los recursos de la firma no para lograr un incremento de la productividad, sino para incrementar el atractivo de ésta para los accionistas. Se podrían observar problemas de sobre-apalancamiento para la adquisición de otras empresas, en esta búsqueda de generar aumentos en el precio de las acciones. Otra crítica es que los mercados en realidad no castigaron a las empresas que tenían estas prácticas hasta que fue tarde y tuvieron lugar los escándalos corporativos de 2001 y 2002 (Velasco San Pedro, 2005).

Internacionalmente, la OECD en 1999 con sus “Principles of Corporate Governance” ha efectuado un aporte tras las crisis de Asia, Rusia y Brasil. Los tópicos cubiertos por los Principios incluyen: criterios de pertenencia a los directorios, separación de roles de presidente del directorio y CEO, tamaño del directorio, frecuencia de reuniones, proporción de directores internos y externos, nombramiento de antiguos ejecutivos como directores, términos y límites, evaluación del desempeño del directorio, existencia, número y estructura de los comités, duración y agenda de las reuniones y rotación de los miembros.

En un mundo de mercados de capitales integrado, las crisis financieras en países individuales pueden poner en peligro la estabilidad financiera internacional. Ello provee una lógica de “bien público” para los estándares mínimos que benefician sistemas nacionales e internacionales. A nivel internacional, los estándares mejoran la transparencia, identifican debilidades y contribuyen a reducir la vulnerabilidad económica y financiera, ayudando a la eficiencia de los mercados y su disciplina. En el ámbito nacional, los estándares proveen una referencia de buenas prácticas para identificar fragilidades y guiar las reformas de política (Fremond y Capaul, 2002).

El Banco Mundial y el FMI iniciaron una iniciativa conjunta sobre “Reports on the Observance of Standards and Codes” (ROSCs) que abarcan once estándares internacionales claves, relevantes para la estabilidad económica y el desarrollo del sector privado y del sector financiero. Los ROSCs y el FSAP (Financial Sector Assessment Program) son herramientas para determinar la vulnerabilidad del sector financiero y sus necesidades de desarrollo. Los países participan voluntariamente, en uno o en ambos programas. El FSAP tiene una sección que permanece confidencial, en tanto los ROSCs permiten publicitar los resultados. La publicación es voluntaria por parte de los países.

Para los “World Bank Corporate Governance Assessments” se usaron los principios de la OECD como referencia de mejores prácticas. Representan los estándares mínimos que países con distintas tradiciones pudieron acordar, sin ser indebidamente prescriptivos. Son igualmente aplicables a países con tradiciones de legislación civil o “common law”, distintos niveles de concentración de la propiedad y diferentes modelos de representación en los directorios.

Los Principios de gobierno corporativo de la OECD, son guías generales para regular la entrada, obligaciones sobre la entrada y salida de compañías desde y hacia los mercados de acciones. Los Principios tenían cuatro conceptos fundamentales en mente: responsabilidad, auditabilidad, justicia y transparencia. Los Principios de la OECD complementan los Principios IOSCO de regulación de los mercados financieros, al enfatizar temas de diseminación de información y transparencia de los emisores, y tratamiento equitativo. En los Principios de la OECD se establece que los miembros del directorio “responden” a los accionistas y a la compañía. “Responder” a los accionistas (“accountability”), significa igual tratamiento de mayorías y minorías, en tanto, responder a la compañía implica cumplir con leyes y regulaciones existentes. Los Principios establecen que los interesados (acreedores, empleados y consumidores) juegan un rol integral en el diseño de las decisiones de la compañía. Los Principios no son obligatorios sino indicativos. Las mesas redondas regionales son conjuntas entre la OECD y el Banco Mundial.

La Plantilla (“Template”), es un cuestionario estructurado en los cinco capítulos de los Principios de la OECD. Ello para facilitar la obtención de información. Incluye una sección referida a la estructura de propiedad del país en estudio. Un hallazgo importante es que los marcos legales y regulatorios cumplen en general con los Principios de la OECD, en tanto no lo hacen necesariamente en la práctica (Fremond y Capaul, 2002).

En la Comisión Europea fue elaborado el Informe Winter para la revisión y armonización de las leyes societarias y de las normas de gobierno empresarial en la Unión Europea (fundado en el principio de autorregulación). Las firmas deberían adoptar las normas de buen gobierno que consideren más adecuadas y en caso de no cumplir las normas propuestas por el código, explicar por qué (“cumplir o explicar”).

Estados Unidos dictó la Ley Sarbanes-Oxley (SOX)<sup>9</sup>. Inducida por los escándalos empresariales la ley se aprobó con el objetivo de “proteger a los inversores mejorando la calidad y confianza en la información facilitada por las empresas”. Las medidas aplicadas consisten en:

- 1) Nuevas instituciones encargadas de la supervisión activa de los procesos de generación y transmisión de la información desde la empresa a los mercados (Comité de Auditoría de las empresas y un organismo supervisor de los auditores y las auditorías).
- 2) Restricciones al reparto de rentas entre gerentes, auditores, analistas y otros agentes.
- 3) Sanciones concretas e importantes por manipulación o uso indebido de la información.

La Ley Sarbanes Oxley, creó una nueva responsabilidad penal para los ejecutivos, un ente supervisor de las firmas de auditoría (PCAOB), estableció reformas en el gobierno corporativo, abogó por la mayor independencia de los comités de auditoría, y estableció nuevos requerimientos para los emisores en materia de información financiera.

La Sección 302 dispone que el CEO y el CFO certifiquen trimestral y anualmente la efectividad de los controles y procedimientos de exposición, que incluyen los controles internos. La Sección 404 establece que la sociedad debe documentar y evaluar la efectividad de los controles y procedimientos internos para una adecuada presentación de información contable. Y también exige que el auditor externo certifique las afirmaciones de la gerencia incluidas en el informe.

Se denomina COSO<sup>10</sup> a un marco integrado para control interno que cumple con la Sección 302. Control interno es un proceso que realiza el directorio y la gerencia para brindar un grado de seguridad acerca del cumplimiento de los objetivos de efectividad y eficiencia, confiabilidad de la información contable, cumplimiento de las leyes, normas y regulaciones. Para lograr estos objetivos, COSO identifica cinco componentes:

- 1) Monitoreo: evaluación del funcionamiento del sistema de control, actividades de dirección y supervisión y de auditoría interna.
- 2) Información y comunicación: se comunica la información adecuada en forma oportuna.
- 3) Actividades de control: políticas y procedimientos que aseguren que se cumplen las directivas de la dirección.
- 4) Evaluación de riesgos: para determinar las actividades de control.
- 5) Ambiente general de control: pautas de organización que tienen influencia en la conducta de la gente, como la responsabilidad, la integridad y la ética.

Los controles internos sobre los informes financieros deben evaluarse tanto en lo que hace la empresa en general como a las cuentas significativas. Los primeros se realizan en toda la organización y, a veces, en negocios individuales que tienen impacto en toda la organización. De

<sup>9</sup> “Corporate and Auditing Accountability, Responsibility and Transparency Act”, normativa de obligado cumplimiento.

<sup>10</sup> Treadway Commission’s Committee of Sponsoring Organizations.



las cuentas significativas se requiere documentación sobre los controles en los procesos y operaciones.

Como síntesis, tanto en Europa como en Estados Unidos se procura incorporar:

- 1) Participación directa de los pequeños accionistas y de los inversores institucionales en la supervisión de la gestión.
- 2) Refuerzo del papel del Directorio como defensor de los intereses de los accionistas.
- 3) Mejora en la cantidad y calidad de la información pública sobre las empresas.

Sobre la primera cuestión, los códigos de buen gobierno se han limitado a proponer que se eliminen los impedimentos para que los pequeños accionistas puedan participar en la Asamblea de Accionistas. Se espera mayor participación activa de los inversores institucionales, cuyos intereses están correlacionados con los de los pequeños inversores. Las propuestas para inversores institucionales tienen que ver con su implicación más activa en la gestión, en las asambleas y en la designación de directores independientes. Pero en la práctica se han hecho pocos avances. La evidencia indica que a la hora de invertir, los inversores institucionales evitan las empresas que más necesidad tienen de mejoras de gestión (bajo valor de mercado/valor libros). Las estrategias activas de gestión les son costosas y les establecen problemas de conflictos de interés. Cuando no es la propia regulación (por ejemplo de fondos de pensión) lo que les imponen pasividad.

En torno al refuerzo del papel del directorio como defensor de los intereses de los accionistas, los códigos indican que al directorio compete la definición de la estrategia de negocio de la empresa, el nombramiento y remuneración de los máximos ejecutivos y la auditoria interna y externa. El directorio debiera estar estructurado con escasos directores ejecutivos como representantes de los grandes inversores y directores independientes como representantes de los pequeños inversores. Un tema no abordado por los códigos, son los incentivos a los directores independientes para que realicen su función de forma diligente. Las propuestas pasan por ofrecerles una parte de su remuneración en acciones, y reforzar y clarificar los deberes legales de diligencia que deben cumplir en sus funciones. Para evitar el deseo de perpetuarse por las altas remuneraciones, se propone limitar la posibilidad de reelección.

La Tabla 7, extractada de Marsili et al (2003), resume desarrollos recientes en varios países en materia de gobierno corporativo.

Tabla 7: Evolución reciente del tratamiento del gobierno corporativo en el mundo.	
Reino Unido	En 1991 se constituyó el Comité de Cadbury, tras varios escándalos corporativos. Un año más tarde, se presentó el Informe Cadbury, que presentaba un “Código de Procedimientos Óptimos”. Los principios incluidos fueron: confianza, franqueza, integridad, responsabilidad, transferencias y claridad. Le siguieron el informe Greenbury (1995), sobre remuneraciones de los directores, y el Haimpall (1998), llamado Informe Final. En 2003 se publicó el Informe Smith, cuyas recomendaciones son aplicables a empresas en oferta pública. Es una guía sobre el rol y misión del Comité de Auditoria. En 2003 también se publicó el Informe Higgs sobre el rol y la eficacia de lo directores no ejecutivos.
Estados Unidos	En 1994 el American Law Institute (ALI) emitió sus Principios de Gobierno corporativo, de adopción voluntaria para sociedades en oferta pública. Recomienda mayoría independiente en los directores. Tras los escándalos de 2002, se dictó la ley Sarbanes-Oxley (30/07/02). Abordó el funcionamiento del Comité de Auditoria y su independencia, la responsabilidad societaria, la mejora de información financiera, conflicto de interés, responsabilidades por fraude y recursos y poderes de la SEC.
Alemania	En 1998 se dictaron las leyes sobre control y transparencia corporativa y desarrollo de capital. A raíz de una comisión de la cual emanaron en 2001 recomendaciones de reformas, incluyendo el Código de Buenas Prácticas Corporativas, de adhesión voluntaria. En 2001, la Comisión Cromme redactó el Código de Gobierno corporativo Alemán. Este, publicado en 2002, se aplica a empresas cotizantes. El criterio es “cumplir o explicar”.
Japón	En 1998, Informe Final sobre principios de Gobierno corporativo, sugería aplicar gradualmente los principio de buenas prácticas corporativas.
España	En 1998 informe sobre problemática de los consejos de administración y un Código de Buen Gobierno (Informe Olivencia). Las recomendaciones son de aplicación voluntaria, y se debe cumplir el “cumplir o explicar”. El directorio tiene como principales funciones orientar la política de la compañía, controlar las instancias de gestión y servir de enlace con los accionistas.
OECD	En 1998 el Grupo Asesor del Sector de Negocios en Gobierno corporativo redactó un informe a pedido de la OECD (Informe Milstein). De allí surgió la recomendación de un Código de Buenas Prácticas Corporativas, publicado en abril de 1999
Brasil	A fines de 2000 se creó el Novo Mercado. Las sociedades cotizantes suscriben un compromiso para la aplicación voluntaria de prácticas de buen Gobierno corporativo. En un primer nivel están las empresas que reúnen los requisitos de información al inversor. A un nivel superior se ubican las que además tienen un reconocimiento expreso de derechos societarios hacia los accionistas minoritarios, tendiente a adquirirlos a los mayoristas.
Chile	La temprana creación de las AFP le han dado un curso diferente al desarrollo de este mercado. Predominan empresas familiares y grupos económicos. En 1985 se inició un proceso de privatizaciones. En Chile hay obligación de acciones de un solo voto, posibilidad de votación a distancia, no-indisponibilidad de las acciones antes de las asambleas y hay derechos específicos reconocidos a los accionistas minoritarios. En 2000 se dictó una nueva ley de sociedades, conteniendo disposiciones sobre ofertas públicas de adquisición (OPA), actuación de Comités de Auditoria independientes en los directorios, sin funciones ejecutivas.
Argentina	En 2001 se dictó el Decreto 677 sobre Régimen de Transparencia de la Oferta Pública. En él se tratan cuestiones tendientes a la adopción por las sociedades cotizantes de prácticas de buen gobierno. Destaca criterios de información al inversor y establece conductas contrarias, como el insider trading, la manipulación y el engaño al mercado. En el decreto se establecen pautas mínimas de buen gobierno y se espera que la autorregulación privada defina voluntariamente lo restantes. La reglamentación vía la Resolución 400/2002 de la CNV avanza sobre la asignación de nuevas funciones al Comité de Auditoria y varios aspectos de la oferta pública.
Fuente: Marsili et al (2003).	

### III-2 Ley Sarbanes – Oxley de 2002

Su objetivo es proteger a los inversores y mejorar la exactitud y confiabilidad de la información que las sociedades cotizadas están obligadas a divulgar en cumplimiento de las normas de oferta pública. Creó una Junta de Supervisión Contable de la Sociedades Cotizadas, encargada de controlar a las firmas de auditoría. Se reforzaron los criterios de independencia de los auditores externos, creándoles restricciones respecto a prestar otros servicios. Se impusieron obligaciones sobre los principales funcionarios de sociedades cotizantes, incluyendo sanciones patrimoniales y penales. La ley amplió las facultades de la SEC respecto a conflictos de interés de los asesores bursátiles. En detalle:

1) La Junta de Supervisión Contable de Sociedades Cotizadas (PCAOB) se estableció como organismo sin fines de lucro. Sus fines son la supervisión de las firmas de auditoría y la protección del público inversor, garantizando la exactitud e independencia de los informes de auditoría. Debe llevar el registro de las firmas auditoras, establecer o adoptar estándares de auditoría, calidad de control, ética, realizar inspecciones a investigaciones, pudiendo aplicar sanciones. La SEC tiene facultades para supervisar y hacer cumplir la ley sobre la Junta. Las reglas que adopte ésta deberán contar con la autorización previa de la SEC.

2) Se prohibieron actividades a quienes presten servicios de auditoría a las emisoras. Son ilegales la prestación de cualquier otro servicio que no sea de auditoría (como llevar libros, registros y estados contables, diseño e implementación de sistemas de información financiera, tasación o valuación, servicios actuariales, de auditoría interna, gerenciales o de recursos humanos, actuación como agente bursátil o colocador de títulos valores, asesor de inversión, servicios legales e impositivos y otros que la Junta determine). Es obligatorio rotar cada cinco años al socio responsable de la auditoría de una emisora, o del control de la auditoría de la emisora. La firma auditora debe elevar informes al Comité de Auditoría sobre políticas o prácticas contables críticas, tratamientos alternativos de la información financiera, las consecuencias del uso de dichas alternativas y transmitirle toda comunicación escrita sustancial entre la firma auditora y los funcionarios de la emisora.

3) El Comité de Auditoría o cuerpo equivalente, estará formado por miembros independientes del directorio para supervisar los procesos de información sobre cuestiones contables y financieras de la emisora, y la auditoría de sus estados contables. Si no existiera, todo el directorio tendrá a su cargo dichas funciones. No pueden recibir honorarios de la emisora por tareas de consultoría, asesoramiento o cualquier otro tipo de función que no sea la de director. Tampoco podrán ser dueños, socios accionistas, etcétera, de la emisora ni de sus subsidiarias. La sección 301 de la ley le dio facultades más amplias y responsabilidades mayores que las vigentes<sup>11</sup>. Las empresas que reportan a

---

<sup>11</sup> En síntesis la ley establece sobre el Comité de Auditoría:

-Responsabilidades directas sobre la contratación, compensación y supervisión de auditores.

-Independencia, lo cual implica no aceptar retribuciones por trabajos de contabilidad de controles internos de contabilidad y auditoría y no estar “afiliado” al emisor o sus subsidiarias.

-Obligación de procesar las quejas atinentes a la contabilidad, control interno o auditoría, y presentaciones anónimas de empleados.

-La posibilidad de contratación de asesores.

-Financiamiento provisto por el directorio para hacer frente a honorarios de auditores externos, expertos, consejeros o asesores.

la SEC deben considerar si esas disposiciones de la ley entran en conflicto, o si pueden ser armonizadas con los requerimientos que les son exigidos en los países de origen. La SEC exceptúa de tener Comité de Auditoria a sociedades extranjeras registradas en Estados Unidos, que en origen tienen cuerpos separados de supervisión.

4) En las disposiciones relativas a los directores y funcionarios ejecutivos de la sociedad, la ley encarga la “Certificación Sección 302”. El CEO y el CFO cuando emiten los informes anuales o trimestrales deben elaborar una certificación que los responsabiliza por su contenido<sup>12</sup>. Una certificación falsa puede implicar una acción civil por la SEC o por la parte afectada. En cuestiones penales hay una segunda Certificación (Sección 906), cuyo incumplimiento acarrea penas graves. El CEO debe suscribir la declaración de impuesto a las ganancias. Si hubiera que rectificar información contable por falta de cumplimiento de los requerimientos legales, el CEO y el CFO deberán rembolsar todo premio o incentivo del desempeño de las acciones y ganancia por la venta de acciones en los doce meses posteriores a la presentación de los informes ante la SEC.

5) La SEC puede prohibir que cualquier persona se desempeñe como funcionario o director de una emisora.

6) Se prohíben los préstamos a funcionarios ejecutivos por parte de la emisora o de sus subsidiarias.

7) La SEC debe normar para que los estados contables anuales y trimestrales reflejen las transacciones fuera de balance y obligaciones contingentes (Rule 401a). También debe reglar la aplicación de los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados (GAAP, por sus siglas en inglés) de toda información financiera emitida por las emisoras (Rule 401b). Está a cargo de la SEC reglar la exigencia de presentar un informe de Control Interno. La SEC debe requerir la información sobre si se ha adoptado o no un Código de Ética para los principales funcionarios financieros (Rule 406-407). Asimismo, la SEC debe requerir la divulgación de si el Comité de Auditoria tiene al menos un miembro que sea un experto financiero. Caso contrario debe justificarse en su ausencia.

8) Entre las cuestiones de índole penal introducidas, la destrucción, alteración o falsificación de registros en una investigación federal y en caso de quiebra se penará con multa o prisión de hasta 20 años. La destrucción de registros de auditoria y papeles de trabajo, con multa o prisión de hasta 10 años. El plazo de prescripción de la acción de fraude con relación a valores negociables se extiende de 2 años luego de conocido el delito, a 5 años luego de cometido. La protección de los empleados de emisoras que brinden pruebas de fraude, se formaliza con sanciones penales a quienes quieran vengarse de sus declaraciones. El delito de defraudación a los accionistas se pena con multa o prisión de hasta 25 años. Los delitos de cuello blanco, como “insider trading”, conllevan mayores penas de multa y prisión. La certificación defectuosa también acarrea

---

<sup>12</sup> Debe certificarse que:

-El firmante revisó el informe.

-No contiene información falsa sobre hechos relevantes, ni emisiones que lo hagan engañoso.

-En lo sustancial presente la situación de la empresa y los resultados de sus operaciones.

-Los firmantes son responsables de establecer y mantener los controles internos.

-Los firmantes informaron a los auditores externos y al Comité de Auditoria deficiencias significativas en el sistema de control interno, y cualquier fraude de la gerencia o de los empleados.

Si se ha indicado en los informes si hubo o no cambios significativos en los procesos de control o en otros factores que pudieran haber afectado los controles internos con posterioridad a la evaluación.

penalidades. La certificación consiste en una declaración de que el informe cumple plenamente los requerimientos legales y que la información que contienen representa, de buena fe, en todos sus aspectos sustanciales la condición financiera y los resultados de las operaciones de las emisoras. La certificación defectuosa acarreará una multa de hasta un millón de dólares y/o hasta 10 años de prisión. Si hubo dolo, la multa aumenta a cinco millones y la pena de prisión hasta 20 años. También se elevan sustancialmente las multas ya previstas en la SEA 1934 (Securities Exchange Act)

### **III-3 Los costos de implementación**

El objetivo original de la Ley Sarbanes-Oxley fue tratar de mejorar la responsabilidad que tienen los gerentes hacia los accionistas, es decir, calmar la crisis de confianza del capitalismo americano. Sin embargo, la cláusula más discutida es la sección 404. En ella se establece que los gerentes son los responsables de mantener una estructura interna de control adecuada y los procedimientos para que se realicen los informes financieros. A su vez demanda a los auditores a que avalen el obrar de los gerentes en esta tarea y que informen cualquier irregularidad. En caso de incumplimiento se estipulan penalidades criminales draconianas.

Los costos iniciales de implementación de la ley fueron mayores a los esperados, aunque existen posturas que afirman que el balance entre costos y beneficios mejorará con el tiempo, ya que el gasto se hace una sola vez. Una creciente literatura trata de determinar el costo de la Ley Sarbanes-Oxley (SOX), como es el caso de Wallison (2005), Bergen (2005), Zhang (2005), Gifford and Howe (2004), pudiéndose mencionar también una encuesta efectuada por encargo de las “Cuatro Grandes” firmas de auditoría internacionales, Ernst & Young, Deloitte, Pricewaterhouse-Coopers y KPMG (CRA International, 2006).

Los opositores a la Ley han argumentado que “no es una buena política imponerle una carga tan pesada a todos los negocios para atrapar a unos pocos malhechores”. El elemento de señal de la Ley es que pone la responsabilidad sobre las personas y sistemas para prevenir los fraudes y otras formas de manipulación, en forma preventiva. Wallison (2005) se pregunta, en qué medida los costos de los nuevos mecanismos preventivos sobrepasan sus beneficios. Como resultado de la legislación ha habido un gasto substancial por parte de las empresas, han aumentado las obligaciones de los directores y contadores y un número de otros costos intangibles potenciales. Un beneficio intangible se espera sea la mejora de la confianza de los inversores en los mercados y muchas compañías reconocen haber encontrado fallos en sus sistemas internos de control a partir de las superiores exigencias.

Como costos directos mensurables, Wallison (2005) destaca un 100% de aumento en los costos de las empresas con cotización bursátil en contabilidad y auditoría. Las “Cuatro Grandes” aumentaron sus cargos en una media de entre 78 a 134% en 2004 (Brewter, 2005, citado por Wallison, 2005). El costo de cumplir con la Sección 404 promedió US\$ 4.36 millones por compañía, según el mismo autor. Como costos indirectos intangibles, identificó en primer lugar la caída en disposición a la toma de riesgos y la ganancia de poder de los directores independientes como grupo. La compensación financiera y en reputación a la gerencia está mucho más próximamente relacionada al crecimiento de los ingresos que la remuneración a los directores. En segundo lugar, advierte un excesivo énfasis en los estados contables acordes a los principios de contabilidad generalmente aceptados GAAP). Afirma Wallison (2005), que “esas acciones (del legislador) reflejan una seria falta de entendimiento de las capacidades inherentes a los sistemas contables basados en GAAP”. Por su carácter inherentemente desconocido por adelantado, y fundamentalmente no auditable la mayoría de los analistas financieros usan flujos

de fondos descontados y no ingresos GAAP para medir el valor de las compañías (“los ingresos son una opinión; el efectivo es un hecho”). Como un resultado de la economía de la información y el conocimiento, los activos productivos más importantes de muchas empresas no se encuentran frecuentemente en sus balances (intangibles). Ello genera una distorsión con el cálculo de ingresos. Los GAAP en vigencia prácticamente dejan fuera a todos los activos intangibles. En tercer lugar, se ponen más obligaciones en cabeza de los directores. El mercado de seguros para directores y gerentes se ha puesto más difícil, con la aparición de límites efectivos a las coberturas, como por ejemplo, techos por entidad cubierta (Gifford and Howe, 2004).

Bergen (2005) procuró identificar los factores de sobrecostos que afectaron a todas las firmas, atribuibles a SOX. La SEC estimó que las compañías, en forma colectiva, gastarían US\$ 5.4 millones de horas hombre adicionales cada año para cumplir con SOX, y una estimación de AMR Research situó en US\$ 6100 millones para 2004 el gasto adicional en mano de obra, tecnología informática y servicios de consultoría. Muchos de los costos son por única vez. Adicionalmente pueden disminuir la toma de riesgos y la tasa de innovación de las firmas. Para empresas medianas y pequeñas, la tasa de cese de cotización se triplicó entre 2003 y 2002. El cese de cotización ha obedecido a bajar el costo estimado de cumplimiento para esas firmas promediando US\$ 0.5 millones. Hay presunciones que también las firmas con más altos flujos de caja libres y peor calidad contable prefirieron deslistarse para no quedar expuestas. Para bajar los costos, tanto la PCAOB como la SEC han sugerido a los auditores acomodar sus procedimientos a las necesidades de cada empresa complementando las auditorías internas. Hay un riesgo de mayores cargos y el estudio GAO (General Accounting Office) que manda efectuar SOX concluye que las firmas más pequeñas enfrentarían significativas barreras a la entrada.

Zhang (2005) examinó cambios en los índices de mercado cercanos a los acontecimientos legislativos. Halló un retorno anormal acumulativo alrededor de los eventos. Así es como calculó una pérdida total de capitalización de US\$ 1.4 billones. Luego estudió cláusulas particulares y sus implicaciones en corte transversal. Miró el impacto de la prohibición a los auditores de servicios que no fueran de auditoría, los requerimientos sobre responsabilidades corporativas y las cuestiones de pagos por incentivos e insider trading. También consideró la significación económica de los costos de cumplir con la Sección 404, la cual requiere a las firmas testear sus controles internos, siendo considerada el determinante clave de los mayores costos impuestos por SOX. Los eventos testeados son 17 hasta la sanción de la ley y 16 posteriores. Incluyen anuncios, discursos y votaciones. No encuentra evidencia de que SOX sea beneficiosa. La evidencia sugiere que SOX y/o el mensaje enviado por su paso por el Congreso eran malas noticias para el mercado. Si los inversores consideraran la ley beneficiosa (costosa) y/o la información transmitida por el trámite legislativo buenas/malas noticias para los negocios, entonces la reacción acumulativa del mercado a la legislación hubiera sido positiva (negativa). El impacto económico sobre las firmas de las provisiones de la ley está determinado por los potenciales costos y beneficios privados asociados con cláusulas específicas (independencia de los auditores, pagos por incentivos e insider trading, diseminación de información, controles internos y responsabilidades corporativas son estudiadas en corte transversal). Si las regulaciones fueran halladas menos costosas que los procesos de contratación privados, las principales cláusulas de SOX es probable que corrigieran los fallos del mercado y aumentasen el valor de las firmas y viceversa.

Zhang (2005) especificó un modelo de retornos esperados y examinó los retornos anormales del mercado relacionados con la ley. El poder explicativo del modelo es relativamente alto ( $R^2$  del 30%). El retorno anormal acumulado fue -19.81% durante el trámite legislativo. Antes de julio de 2002 la expectativa predominante era que la ley no pasaba. El valor total del

NYSE, AMEX y NASDAQ al 31/07/02 era de US\$ 11.3 billones, y la pérdida de valor ligada los tres eventos principales en julio de 2002 fue de US\$ 1.4 billones. Los retornos anormales, en tanto, no son significativos cuando se los relaciona a los 16 eventos testeados con posterioridad a la sanción de la ley (implementación).

Los costos se pueden dividir en directos e indirectos. Los directos son más fáciles de medir: las compañías han pagado en promedio 2,4 millones de dólares más de lo estipulado en concepto de auditoría durante 2004. Como ejemplo de esto se denota las 70.000 hora/hombre adicionales que pagaron las grandes empresas para cumplir con la nueva legislación. Este gasto adicional quedó en manos de las cuatro grandes auditoras. Muchas empresas han cambiado a auditores más pequeños para reducir los costos de auditoría.

Las “Cuatro Grandes” del mercado de auditoría, que cuentan por el 97% del mercado, por su parte, le encargaron a CRA Internacional una revisión del costo de implementar la Sección 404 de SOX para una muestra de las firmas Fortune 1000, que comprende clientes con una capitalización de mercado por encima de los US\$ 700 millones. Luego fueron incluidas compañías más pequeñas, con capitalización bursátil de entre US\$ 75 y US\$ 700 millones. Para las más pequeñas, el costo de la Sección 404 se puede promediar en US\$ 0.86 millones en el segundo año de vigencia de la ley, contra US\$ 1.241 millones en el primer año. Al mismo tiempo, para las empresas más grandes, el número fue US\$ 4.77 millones en el segundo año contra US\$ 8.51 millones en el primero. Una aproximación al total de los cargos por auditoría arrojó US\$ 0.813 y 0.846 millones para las firmas pequeñas, y US\$ 5.11 contra US\$ 5.1 millones para las más grandes, en los años 2 y 1 respectivamente (CRA International, 2006).

Los auditores independientes atribuyen las bajas en los costos totales de la Sección 404 en primer lugar a ganancias de eficiencia como resultado de la curva de aprendizaje, y a esfuerzos por acumular documentación en el primer año que no son recurrentes en los posteriores, siguiendo a CRA International (2006). Lo último constituye el factor de reducción de costos más importante. La cantidad de debilidades substanciales y deficiencias significativas identificadas por el emisor o el auditor de la información declinó entre el año 1 y el 2.

En Argentina, el conjunto de estudios acerca de los costos del gobierno corporativo es de menor extensión. Pueden nombrarse los de IDEA (2004) y Reina (2005).

En la normativa argentina, las penas que se imponen a directores independientes, síndicos, miembros de la alta gerencia por incumplimiento son de hasta \$ 1.5 millones, pudiéndose elevar hasta el quíntuplo hasta alcanzar el valor o bien del beneficio indebido obtenido, o bien del daño ocasionado. Para resguardar a dichos funcionarios, hay algunas multinacionales que tienen pólizas globales, y en Argentina hay también auto seguro, vía cartas de indemnidad (IDEA, 2004).

La Inspección General de Justicia (IGJ) obliga desde 2004 a todos los directores a constituir una garantía frente a la sociedad mediante un depósito de 10000 pesos, una póliza D&O (Directors and Officers) o un seguro de caución, que es mucho más económico, pero no protege al patrimonio del ejecutivo sino a la sociedad. En total, en el mercado argentino hay alrededor de 85 pólizas vigentes pro primas cercanas a los US\$ 13 millones, que protegen a unos 500 ejecutivos. Las sumas aseguradas van desde US\$ 1 a 50 millones (Reina 2005).

Los costos, si bien son difíciles de estimar, son tangibles, cuantificables e inmediatos, mientras que las ganancias son intangibles, difíciles de cuantificar y se ven en un plazo mayor.

### **III-4 Gobierno Corporativo en Argentina**

En Argentina ha habido en la última década y media un importante cambio en propiedad y control desde grandes compañías propiedad de familias, hacia grupos extranjeros y participaciones minoritarias de inversores institucionales. En materia de gobierno corporativo, se han adoptado normas provenientes de países con tradición legal anglosajona. Apreda (2001), ha relevado cuestiones previas a 1991, el marco legal subyacente, las nuevas reglas de juego en estructura de capital y propiedad desde 1991. El CEF (2005), ha examinado la estructura de propiedad y calidad del gobierno corporativo de las empresas en oferta pública. Bebczuk (2005) ha examinado evidencia empírica relacionando resultados pasados y esperados con índices cualitativos del gobierno corporativo. La estructura de propiedad está claramente dominada por el principal accionista de la empresa. No existen en Argentina empresas con propiedad atomizada, y más de la mitad de las compañías cuenta con un accionista principal de nacionalidad extranjera. El número de directores independientes coincide en promedio con el requisito regulatorio mínimo. El gobierno corporativo en Argentina antes de 1991 se caracterizaba por los siguientes rasgos, a juicio de Apreda (2001):

- 1) Estructura de propiedad concentrada. En un siglo, los principales grupos domésticos fueron empresas familiares. Los recursos financieros eran obtenidos de bancos propios del grupo o estatales.
- 2) Sólo directores propios eran designados en los directorios. Muy frecuentemente el CEO provenía de la familia fundadora.
- 3) Casi todas las empresas generaban cláusulas en sus estatutos para favorecer a los grupos de control respecto de sus directores. Muchas empresas de familia dejaron de cotizar, afectando intereses de accionistas minoritarios. Los takeovers fueron amistosos la mayoría de las veces. Raramente pagaron dividendos en efectivo.
- 4) Ninguna compañía emitió bonos en el mercado de capitales entre 1913-90. Recursos propios y préstamos bancarios y escasas emisiones de acciones fueron las formas de financiamiento generales. Las empresas cotizantes eran 550 en 1960, 278 en 1980 y 170 en 1991. En 1999 quedaban 130 empresas en oferta pública. Actualmente son 104 (fines de 2005, y se está retirando Renault), y las más importantes en cuanto a capitalización cotizan en mercados extranjeros.

En la década de los 1990s, el país adoptó una serie de normas de gobierno corporativo como si estuviera siguiendo la forma de los países con Common Law, apartándose de la tradición de ley civil a la que pertenece. A partir del año 2000 las reformas se centraron en el derecho del mercado de valores. Los marcos legales sólo impusieron lineamientos generales, dejando los detalles reglamentarios en manos del regulador (la Comisión Nacional de Valores, CNV). Previo a ello, se observaba una tendencia a la emisión de códigos o cuerpos de recomendaciones de los propios mercados autorregulados o por iniciativa privada con adopción voluntaria por parte de las empresas. Como mecanismo complementario cabe mencionar a los inversores institucionales, los cuales, en razón del volumen invertido y su capacidad técnica, tienen la posibilidad de ejercer disciplina sobre las compañías. Algo similar ocurre con otros intermediarios reputacionales (“gatekeepers”) que monitorean a las compañías, tal el caso de los auditores externos y las sociedades calificadoras de riesgo (CEF, 2005).

El Decreto 677/01 incorporó cambios importantes: dio nuevas responsabilidades a los directores, fijó normas sobre independencia de directores y auditores externos y estableció sanciones. Las nuevas responsabilidades de los directores tienen que ver con la lealtad y diligencia, que implica hacer prevalecer el interés común de todos sus socios, abstenerse de procurar beneficios personales, velar por la independencia de los auditores externos, establecer controles internos para garantizar una gestión prudente, e implementar mecanismos preventivos



de protección del interés social para reducir el riesgo de conflicto de intereses. Estos mecanismos tienen que ver con actividades en competencia, con la utilización o afectación de activos sociales, el uso de información no pública, aprovechamiento de oportunidades de negocios en beneficio propio o de terceros. En cuanto a la independencia de directores y auditores externos, se estableció que cuando un director no es independiente, tiene la obligación de informar esa situación a la Asamblea. También se establecieron mayores restricciones en la prestación de ciertos servicios especiales. Las sanciones introducidas van desde apercibimientos a inhabilitaciones de hasta cinco años para ejercer ciertas funciones, pasando por varias categorías de multas.

Está regulada la composición del Comité de Auditoria, que deberá ser de tres o más miembros del directorio. Su designación será efectuada por el directorio de la sociedad emisora. Los miembros del comité deberán contar con experiencia en temas contables, financieros y empresarios. El funcionamiento deberá constar en el estatuto de la sociedad, y las reuniones deberán ser por lo menos trimestrales. Las principales actividades del Comité de Auditoria son la de supervisar la aplicación de políticas de gestión de riesgos, evaluar el proceso de información financiera, supervisar el sistema de control interno, revisar el plan de la auditoria interna, opinar sobre la designación del auditor externo, evaluar su independencia, revisar su plan y evaluar su desempeño.

### **III-5 Legislación en Argentina**

El marco legal y normativo en Argentina se estructura a partir de la Ley de Sociedades Comerciales y Ley del Mercado de Valores (LSC 19550 y LMV 17811). La última reforma integral de la LSC (Ley 22.903) data del año 1983. Un reciente proyecto de reforma de la LSC contemplaba aspectos relativos a esta materia, siendo la mayoría de sus propuestas en el tema, adaptaciones del Decreto 677/01 de transparencia en la Oferta Pública.

La LSC otorga un conjunto de derechos balanceados a los diferentes participantes de las sociedades. Tanto el directorio como los comités tienen obligaciones y responsabilidades de proteger el interés de la empresa y el derecho de los accionistas. El directorio puede estar compuesto por un miembro o por el número de miembros dispuestos por el estatuto de la empresa, el que no puede ser inferior a tres en el caso de las sociedades que tengan oferta pública. Para asegurar la representación de los accionistas minoritarios, la LSC confiere el derecho de votos acumulativos para el nombramiento de miembros en el directorio. De esta manera, los accionistas minoritarios pueden acumular sus votos para elegir hasta un tercio de las posiciones del directorio.

Las sociedades que están en oferta pública se encuentran bajo la supervisión de la Comisión Nacional de Valores (CNV), creada por la Ley 17.811 en 1968, que regula y organiza al mercado de valores en Argentina. La CNV es la encargada de autorizar la oferta pública de valores negociables, efectúa la fiscalización estatal permanente sobre las emisiones, asesora al Poder Ejecutivo Nacional sobre los pedidos de autorización para funcionar que efectúen las Bolsas de Comercio y Mercados de Valores, aprobando los reglamentos de funcionamiento de dichas instituciones y ejerciendo una función de supervisión sobre sus actividades autorreguladas, entre otras facultades. La CNV fiscaliza el cumplimiento de las normas legales y reglamentarias referidas a la negociación de títulos valores y aplica las sanciones a los emisores por su trasgresión.

La LSC y la LMV sólo distinguen entre las sociedades cerradas y las abiertas que cotizan sus valores en los mercados de valores en unas pocas normas aisladas. Este aspecto fue objeto de

una profunda reforma en el año 2001 con el Decreto 677/01, que vino a establecer un régimen legal específico para aquellas sociedades que acuden al mercado de valores y que regula los aspectos del régimen de transparencia en la oferta pública y las conductas antijurídicas típicas: negociación interna (“insider trading”), manipulación y fraude de mercado, responsabilidad por prospecto defectuoso, etcétera; las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) y recompra de acciones en el mercado<sup>13</sup>; y numerosas normas que deben cumplir las sociedades cotizantes-incluyendo la obligatoriedad de la constitución de un comité de auditoria formado por mayoría de “directores independientes”; procedimiento especial para transacciones con partes relacionadas; la obligación de publicar una memoria ampliada; etcétera.

El 22 de mayo de 2001 se dictó el Decreto 677 sobre Régimen de transparencia de la oferta pública. La sanción del Decreto 677 limitó la aplicación del régimen de la Ley de Sociedades Comerciales a las no cotizantes, mientras que la nueva normativa alcanza a las que participan en el mercado de capitales. Con fecha 26 de marzo de 2002, la CNV dictó las Resoluciones Generales 400 y 402 que reglamentan la normativa del Decreto 677/2001.

El Decreto 677 se compone de cuatro títulos, a saber, Régimen de transparencia de la oferta pública, Modificaciones de la Ley 17811 y normas modificatorias, Modificaciones a la Ley 24083 y sus normas modificatorias y Disposiciones complementarias, cuyo articulado se detalla en la Tabla 8:

Tabla 8: Estructura Decreto 677/01.
<p>El Régimen de Transparencia de la Oferta Pública, es Anexo de un decreto de dos artículos.</p> <p>Título I. Régimen de transparencia de la oferta pública.</p> <p>Capítulo I. Principios generales.</p> <p>Artículo 1: Ámbito de aplicación.</p> <p>Artículo 2: Definiciones.</p> <p>Artículo 3: Libertad de creación.</p> <p>Artículo 4: Régimen legal de los valores anotados en cuenta o escriturales. Certificados globales.</p> <p>Capítulo II. Obligaciones de los participantes o intervinientes en el ámbito de la oferta pública.</p> <p>Artículo 5: Deber de informar a la CNV.</p> <p>Artículo 6: Deber de informar a las entidades autorreguladas y al público.</p> <p>Artículo 7: Deber de guardar reserva.</p> <p>Artículo 8: Deber de lealtad y diligencia.</p> <p>Artículo 9: Deber de información.</p> <p>Artículo 10: Sistemas de control.</p> <p>Artículo 11: Sistemas de negociación.</p> <p>Capítulo III: Auditores externos y comité de auditoria.</p> <p>Artículo 12: Información de sanciones.</p> <p>Artículo 13: Designación e independencia.</p> <p>Artículo 14: Facultades de la CNV. Deberes de los consejos profesionales.</p> <p>Artículo 15: Comité de auditoria.</p> <p>Capítulo IV: Limitaciones a la compra u oferta de compra por parte de quienes participen en un proceso de colocación de valores negociables.</p> <p>Artículo 16: Limitaciones.</p> <p>Artículo 17: Estabilización de mercado.</p> <p>Capítulo V: Publicidad de las operaciones y otros aspectos de la oferta pública.</p> <p>Artículo 18: Contenidos de la información.</p> <p>Artículo 19: Prohibiciones.</p>

<sup>13</sup> Hay tres formas básicas de transacciones de control

-Venta de control (bloque).

-Venta de la compañía.

-Tender offer (un tercero compra suficiente participación dispersa como para tornarse controlador).

Artículo 20: Publicidad de las resoluciones.
Artículo 21: Noticias falsas.
Capítulo VI: Oferta pública de adquisición.
Artículo 22: Oferta pública de adquisición.
Artículo 23: Oferta pública de adquisición.
Artículo 24: Régimen estatutario optativo de oferta pública de adquisición obligatoria.
Capítulo VII: Régimen de participaciones residuales.
Artículo 25: Régimen de participaciones residuales.
Artículo 26: Control casi total.
Artículo 27: Derecho de los accionistas minoritarios.
Artículo 28: Declaración de voluntad de adquisición de la totalidad del capital remanente.
Artículo 29: Efectos de la declaración de adquisición y de la disposición de los fondos.
Artículo 30: Impugnación del precio equitativo.
Capítulo VIII: Retiro de la oferta pública.
Artículo 31: Retiro voluntario del régimen de oferta pública.
Artículo 32: Condiciones.
Capítulo IX: Conductas contrarias a la transparencia en el ámbito de la oferta pública.
Artículo 33: Prohibición de utilizar información privilegiada en beneficio propio o de terceros.
Artículo 34: Manipulación y engaño al mercado.
Artículo 35: Información del prospecto.
Artículo 36: Prohibición de intervenir en la oferta pública en forma no autorizada.
Artículo 37: Responsabilidad frente a participantes contemporáneos.
Capítulo X: Arbitraje
Artículo 38: Arbitraje.
Título II: Modificaciones a la Ley 17811 y normas modificatorias
Artículo 39: Sustituye artículos 6, 10, 12, 13, 14 y 15. (multas y sanciones)
Artículo 40: Incorpora artículo 10 bis a la ley.
Artículo 41: Incorpora Capítulo VIII a la ley (régimen de entidades emisoras, reuniones a distancia, ofertas de canje)
Título III: Modificaciones a la Ley 24083 y normas modificatorias.
Artículo 43: Sustituye artículo 35 (sanciones)
Título IV: Disposiciones complementarias.
Artículo 44: La CNV.
Artículo 45: Firma digital.
Artículo 46: restricciones y limitaciones a la información se levantan.
Artículo 47: tasas de fiscalización para solventar la CNV. Seguro de responsabilidad civil para funcionarios de la CNV juzgados.
Artículo 48: vigencia.
Artículo 49: Plazo de 6 meses para reglamentación.

Según Marsili et al (2003), el impacto del Decreto 677/2001 en la legislación de sociedades, puede sintetizarse en:

- 1) Introducción de los conceptos de “controlante”, “grupo controlante” o “grupos de control”, así como de “actuación concentrada”.
- 2) Creación de un régimen de valores escriturales, así como su reivindicación y bloqueo de la legitimación para accionar legalmente ante la justicia o tribunal arbitral.
- 3) Ampliación y puntualización del deber de “obrar con lealtad y diligencia” de los directores, administradores y fiscalizadores.
- 4) Nuevo concepto de interés social, “creación de valor para los accionistas”.
- 5) Obligatoriedad de un nuevo subórgano del directorio: el Comité de Auditoria, con un mínimo de tres miembros y mayoría independiente.

6) Inclusión de OPA obligatoria y previa en tanto se supere la “participación significativa” del 35%, dejando los procedimientos a la CNV. Introducción de la OPA residual (obligatoria en caso de concentración accionaria del 95% o más).

7) Retiro voluntario de la oferta pública requiriendo una OPA. El precio equitativo a ofrecer difiere del previsto para ejercer el derecho de receso.

8) Reglas para la adquisición por la sociedad de sus propias acciones sin la exigencia de “evitar un daño grave a la sociedad”

La doctrina jurídica ha considerado que la sociedad denominada abierta configura un subtipo de la sociedad anónima, caracterizada por algunas normas diferenciales y por la atribución de poder normativo a un organismo de control (Marsili, et al, 2003). Los principios de buen gobierno corporativo pueden aplicarse a todas las sociedades, aunque tienen máxima trascendencia cuando se refieren a sociedades anónimas en oferta pública, y especialmente aquellas con accionistas cambiantes y dispersos.

### **III-6 Normas del decreto 677/2001 con relación a los auditores**

El decreto exige que los estados contables de sociedad que hacen oferta pública sean auditados por contadores que hayan presentado ante la CNV una declaración jurada de sanciones de toda índole a que hubiesen sido acreedores. La Resolución 400/2002, que reglamentó el decreto, exige mayor información relativa al auditor. La falsedad u omisión es considerada “falta grave” sujeta a sanciones.

La designación y remoción del auditor externo compete a la asamblea ordinaria. Los auditores externos deben ser contadores matriculados “independientes”. Si fue propuesto por el directorio antes de la asamblea, requiere opinión previa del Comité de Auditoría ante la CNV. Tal opinión debe publicitarse en los boletines de las entidades autorreguladas. La Resolución 400/2002 fijó los criterios de independencia. Remite a la Resolución Técnica N° 7 (RT7) de la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas (FACPCE). Un auditor no es independiente cuando está en relación de dependencia del ente auditado o de entes vinculados económicamente a aquel del que es auditor, o lo hubiera estado en el ejercicio al que se refiere la información objeto de auditoría. Tampoco deben ser cónyuges o parientes por consanguinidad, en línea recta o colateral hasta al menos cuarto grado, de alguno de los propietarios, directores, gerentes generales o administradores del ente auditado o vinculados económicamente a este. No puede ser socio, asociado, director o administrador del ente, antes relacionados, ni haberlo sido al momento al que se refiere la información sujeto de auditoría. Tampoco será independiente el auditor que tuviera una remuneración contingente o dependiente a los resultados de la auditoría. La Resolución 400/2002 lista servicios y actividades que de ser realizadas por el auditor lo hacen perder su condición de independiente. La norma no impide a los auditores la realización de otras actividades profesionales. Tampoco hay obligación de rotarlos pasado cierto tiempo.

La CNV puede proponer la designación de un auditor externo a pedido de accionistas minoritarios que representen un porcentaje no inferior al 5% del capital social, en caso de que los derechos de estos pudieran resultar afectados y previo opinión del órgano de fiscalización y el comité de Auditoría. La reglamentación es bastante restrictiva. El costo queda a cargo de los peticionantes, que deben describir el daño y la ausencia de otras alternativas para evitarlo, y argumentar de qué modo la auditoría evitaría el perjuicio a sus derechos.

### **III-7 El comité de auditoria y los directores independientes.**

El Decreto 677 procura compatibilizar la regulación del mercado de capital argentino con estándares internacionales (Marsili et al, 2003). Así, se incluyó un Comité de Auditoria en el directorio. El objetivo del Comité de Auditoria es garantizar la precisión y la confiabilidad de los informes contables y financieros. Pretende proveer una revisión independiente y una supervisión eficaz del proceso de generación de información financiera, controles internos y auditores externos. En el mundo anglosajón las funciones de control y gestión corporativas se concentran en un sólo órgano: el directorio o consejo de administración (“criterio monista”). Los directores con funciones de control suelen ser independientes. En los países de derecho continental, se separan las funciones de control y gestión (“criterio dualista”). En Argentina la ley de sociedades establece la Sindicatura como control interno, ya sea como Comisión Fiscalizadora o Consejo de Vigilancia. La participación de directores independientes con funciones específicas (auditoria, designaciones, remuneraciones) es propio de una estructura monista de la sociedad anónima (administración y control dentro de un mismo órgano). La delegación de funciones específicas es típica de sistemas donde hay responsabilidad personal de los miembros. En sistemas dualistas la administración la ejerce el directorio y el control se encomienda a un órgano diferente: la Comisión Fiscalizadora o Consejo de Vigilancia.

El Decreto 677 ha dispuesto que las sociedades que hagan oferta pública de sus acciones (en Sarbanes-Oxley son títulos valores en general), deberá constituirse un Comité de Auditoria que funcionará en forma colegiada con tres o más miembros del directorio, con mayoría independiente, tanto respecto de la sociedad como de los accionistas de control, y no deberá desempeñar funciones ejecutivas en la sociedad.

El Comité de Auditoria será designado por el directorio de la emisora por mayoría simple de sus integrantes, de entre los miembros del órgano que cuenten con “versación en temas empresarios, financieros o contables”.

Se le adjudicaron tres grupos de responsabilidades: consultivas (opinar sobre aspectos de control de gestión y legalidad), designación de auditores externos (razonabilidad de las propuestas de honorarios, operaciones con partes relacionadas, conflictos de interés, condiciones de emisión en casos de variación del capital) y de información al mercado (sobre operaciones en que exista conflicto de interés y al directorio sobre su propio plan de acción).

¿Podrían la Comisión Fiscalizadora (Sindicatura) o el Consejo de Vigilancia sustituir al Comité de Auditoria? La ley 19550 no establece la independencia de los síndicos. No se ha resuelto si resultan incompatibles las funciones del auditor externo y las del síndico. El Decreto 677 exige que el auditor externo sea elegido por la asamblea. Las funciones de la Comisión Fiscalizadora se limitan al control de legalidad, no siéndole propio el control de gestión. Para cumplir con los requisitos de la SEC, sólo cuestiones vinculadas a la resolución de conflictos entre gerencia y auditor podrían requerir una regulación adicional. Respecto del Consejo de Vigilancia, no puede requerírseles independencia de los socios puesto que ellos mismos lo son. En cuanto a sus funciones le compete el control de gestión. Su naturaleza es eminentemente técnica. Con las adaptaciones normativas del caso ambos órganos (Comisión Fiscalizadora y Consejo de Vigilancia) podrían reemplazar al Comité de Auditoria (Marsili et al, 2003).

### **III-8 Responsabilidad de los Directores**

Hay un amplio deber de información sobre los administradores de las sociedades abiertas. Además del derecho individual a la información, se agrega a las sociedades abiertas en el Decreto

677 el deber de información de hechos relevantes que pueden afectar las decisiones de inversión de los “consumidores financieros”. Un director por comportamiento ilícito no sólo tiene que afrontar una multa sino también la obligación de reparar el daño causado por la violación del deber de informar (Miguel Araya, en Marsili et al, 2003). Sus obligaciones adicionales en sociedades abiertas abarcan:

- 1) Deberes de información (sobre hechos relevantes, tenencia accionaria, veracidad del prospecto).
- 2) Prohibición de utilizar información privilegiada y abstención de negociar.
- 3) Prohibición de manipulación y engaño al mercado.
- 4) Deber de neutralidad opinión en una OPA y de identificación de los accionistas.

Las sanciones van de apercibimiento a multas y diversas clases de inhabilitaciones. También pueden dar lugar a acciones civiles.

La LSC permite que el directorio se organice con un comité ejecutivo que tenga a su cargo únicamente la gestión de los negocios ordinarios, compuesto sólo por directores y sin alterar responsabilidades. Se pueden designar gerentes, en quienes se pueden delegar las funciones ejecutivas, que pueden o no ser directores. Tienen la mismas responsabilidades que los directores. Por la Ley 22903, la sociedad puede asignar funciones específicas en forma personal entre los directores. La regla general impone la actuación de los administradores y representantes de todos los tipos societarios bajo el “deber de lealtad y con la diligencia de un buen hombre de negocios”. Responden ilimitada y solidariamente por los cambios que causen. En las sociedades anónimas se impone también la responsabilidad ilimitada y solidaria por el mal desempeño en el cargo y por cualquier daño por dolo, abuso de facultades o culpa grave frente a la sociedad, los accionistas y terceros.

Entre las modificaciones introducidas por el decreto 677, se incluyen dos normas particulares acerca del deber de lealtad y diligencia. Hay algunos nuevos deberes específicos, como una explicación fundada y detallada de la política de dividendos propuesta, las modalidades de remuneración del directorio y los gerentes. Incorpora como parte del deber de lealtad un régimen especial para actos o contratos con partes relacionadas. Contratos que no se concreten en condiciones de mercado requieren previa aprobación del directorio o de la Sindicatura y luego la ratificación de la asamblea, bajo pena de nulidad.

El Decreto 677 establece un sistema propio para las sociedades anónimas en oferta pública. Se entiende por “parte relacionada” a los integrantes del órgano de administración, fiscalización, consejo de vigilancia, gerentes, grupo de control o participación significativa (mayor al 35% y menor si da derecho a elegir directores), sociedades controladas y parientes de directivos. El monto relevante de la transacción es \$ 300.000 o mayor que supere el 1% del patrimonio social.

El Comité de Auditoría debe pronunciarse (si no existe el informe de dos evaluadores), requiriéndose informe a la CNV y la aprobación del directorio. Si el Comité de Auditoría no califica el acto o contrato como adecuado, debe tratarlo previamente la asamblea.

### **III-9 Oferta pública de adquisición (OPA)**

El Decreto 677 reintrodujo la “oferta pública de adquisición” de acciones representativas del capital social de aquellas sociedades autorizadas a hacer oferta pública de sus acciones. La CNV reglamentó el procedimiento del Decreto 677, mediante la Resolución 401 de abril de 2002. El efecto buscado mediante la incorporación de las OPAs fue una mayor protección a los socios

minoritarios. Se prohíbe al comprador adquirir acciones a un precio menor a aquel ofrecido al controlante. Ello implica una unificación del precio de compra de las acciones. Se admite un sobreprecio al grupo de control de hasta un 20%.

Para alcanzar adquisiciones significativas (mayor al 35%) con toma de control, será obligatoria la ejecución de una OPA. Esta puede evitarse cuando la transferencia del paquete de control es consecuencia de movimientos accionarios dentro de un mismo grupo empresario. Otra posibilidad es cuando por asamblea extraordinaria se dispone una cláusula estatutaria de no-adhesión a la OPA por toma de control. De hecho 70% de las emisoras no adhirieron al régimen, que era voluntario.

El retiro de la oferta pública permitía a los socios disconformes ejercer el derecho de receso según la Ley 19550. Con el decreto 677 se busca terminar con la discusión relativa al valor de las acciones de los socios recedentes para brindar una adecuada compensación al accionista que se retira. El valor de reembolso del socio recedente en la Ley 19550, es el que surgiera del balance de transformación, o último balance realizado o que deba realizarse de acuerdo con las leyes y normas reglamentarias aplicables. No existe uniformidad en la ley, ni acuerdo en la doctrina. Como criterio para el valor de reembolso del socio recedente en el Decreto 677, el precio debe ser “equitativo”. Para determinarlo se admite ponderar por separado o conjuntamente varios criterios, como el valor patrimonial de las acciones, calculado mediante un balance especial de retiro de cotización, una valuación a partir de flujos de fondos descontados, indicadores aplicables a compañías o negocios confrontables, el valor de la liquidación de la sociedad, cotización media en el semestre previo, precio de una contraprestación ofrecida con anterioridad o de colocación de nuevas acciones formulado en una OPA. El precio ofrecido en la OPA puede ser impugnado por los tenedores de títulos y objetado por la CNV. La Ley de Sociedades Comerciales continúa siendo aplicable a las sociedades no cotizantes.

Existe un mecanismo de “adquisición forzosa de acciones” en aquellas sociedades admitidas a cotizar que se hallan comprendidas a un control “casi total” (95% o mayor).

### **III-10 Procedimiento arbitral**

La regla general que establece el Decreto 677 para las sociedades que cotizan es su sometimiento a la justicia arbitral para solucionar divergencias internas y algunas externas, quedando la opción de la justicia estatal exclusivamente a favor del accionista o inversor. Su objeto fue reducir los costos y tiempos de los procesos legales y obligar a cada mercado autorregulado a constituir su propio mecanismo de resolución de conflictos. Muchas de sus disposiciones no han sido reglamentadas o no se ha asegurado la aplicación por parte de la CNV.

### **III-11 Facultades de la CNV**

En la justicia federal Argentina existe, ya desde hace casi una década, la mediación obligatoria instituida mediante la Ley 24.573. A su vez, el Decreto 677/01 instauró, para las relaciones entre las sociedades cotizantes en algún mercado autorregulado y sus accionistas e inversores, la jurisdicción obligatoria de los tribunales arbitrales permanentes creados en el ámbito de tales entidades autorreguladas. Existe una necesidad de recurrir a la justicia para la ejecución de los laudos arbitrales obligatorios.

La capacidad de fiscalización de la CNV fue ampliada a través del Decreto 677/01 y de la Resolución General 400 del año 2002. En el mismo sentido, se extendieron los poderes de la CNV de aplicar sanciones. Algunas de las potestades más importantes reconocidas a la CNV son:

- 1) Deber de informar a la CNV en una investigación.
- 2) Sistemas de control de entidades autorreguladas.
- 3) Aprobar los reglamentos de los sistemas de negociación redactados por las entidades autorreguladas.
- 4) Declarar irregulares e ineficaces a los efectos administrativos, los actos sometidos a su fiscalización, cuando sean contrarios a la ley, a las reglamentaciones dictadas por la CNV, al estatuto o a los reglamentos.
- 5) Suspender preventivamente la oferta pública o la negociación de valores negociables cuando existen situaciones de riesgo sistémico u otras de muy grave peligro.
- 6) Vigilancia de actividad e independencia de contadores dictaminantes y firmas de auditoría.
- 7) Procedimiento sumarial y sanciones<sup>14</sup>.
- 8) Establecer requisitos de información diferenciados, así como el poder de exceptuar de la obligación de constituir un comité de auditoría a las pequeñas y medianas empresas.
- 9) En el caso de juicio penal o civil contra empleados de la CNV por actos u omisiones de los mismos en el ejercicio de sus funciones, la CNV deberá pagar los costos razonables de su defensa. En el caso en que la decisión final haga responsable al empleado, el mismo debe devolver tales costos.
- 10) Legítima la fijación de aranceles para el financiamiento de la CNV<sup>15</sup>.

### **III-12 El rol de los inversores institucionales**

En Argentina, la regulación a los inversores institucionales tomó la forma de límites máximos por tipo de instrumentos así como también por emisor, en conjunto con limitaciones cualitativas como la imposibilidad de adquirir acciones de voto múltiple o de acciones que no otorguen derecho a voto. Asimismo, para ser elegible por los fondos de pensión, las acciones deben tener una calificación mínima de Categoría 2. Los fondos de pensiones están obligados a asistir a las asambleas de accionistas en el caso de que posean más del 2% de los votos.

### **III-13 Protección a accionistas minoritarios**

En Argentina los derechos de acción privada de los inversores minoritarios en acciones de sociedades abiertas se encontraban tradicionalmente establecidos en la LSC. Los principales derechos de acción son la acción de nulidad contra las decisiones adoptadas por la asamblea de accionistas y la acción de responsabilidad contra los miembros del órgano de administración de la sociedad o sus gerentes. Por último, la LSC consagra el derecho a solicitar la intervención judicial de la sociedad, como medida precautoria en caso de que, a través del accionar de

---

<sup>14</sup> Este último, impone una división de tareas en la CNV: el departamento que investigue los hechos y formule los cargos debe ser distinto del que instruya el sumario. También flexibiliza la posibilidad de adoptar medidas cautelares durante la instrucción. Permite la continuación del sumario iniciado por la CNV aunque se esté llevando a cabo un proceso penal paralelo. La apelación de las resoluciones que establezcan penas de multa tendrá efecto suspensivo. Y la prescripción de las acciones que nacen de la infracción opera a los seis años de la comisión del hecho, y la prescripción de la multa a los tres años de la notificación de la sanción firme.

<sup>15</sup> La CNV todavía depende de las partidas presupuestarias del gobierno nacional. Es un órgano autárquico dependiente del Ministerio de Economía, y su directorio es nombrado por el Presidente de la República por un lapso de 7 años.



directores o gerentes, exista un peligro grave para la sociedad. El Decreto 677/01 amplió los recursos disponibles para los inversores minoritarios para proteger sus derechos.

Se establecieron asimismo otros derechos de accionar en caso de perjuicio a los intereses de los minoritarios. Entre ellos, el derecho de reclamar resarcimiento por parte de minoritarios perjudicados por transacciones entre partes relacionadas llevadas a cabo en contravención del procedimiento estipulado en el Decreto, el derecho a reclamar en caso de compra obligatoria de participaciones residuales (“squeeze out”) o retiro del régimen de oferta pública y cotización, en los cuales no se pague a los minoritarios un precio equitativo por sus tenencias accionarias, y la acción de recupero de los beneficios obtenidos por administradores y participantes internos (insiders) que utilicen información privilegiada en beneficio propio o de terceros.

### **III-13 Gobierno Corporativo en Argentina respecto de sugerencias de la OECD**

Fretes (2005) ha realizado un interesante informe sobre el grado de cumplimiento de Argentina con las recomendaciones del Libro Blanco de la OECD para América Latina. Sus aportes pueden sintetizarse como sigue:

- 1) Sugerencia de tomar los derechos de votos con seriedad. Los derechos de voto múltiple no se han visto como problemas en Argentina. Si bien la ley permite acciones de hasta 5 votos, y acciones preferidas sin voto, no se han utilizado frecuentemente. No se percibe el problema como en Brasil. El Decreto 677 duplicó el período de publicidad de las asambleas para informar a los accionistas. También incluyó la solicitud de poderes para asistir y votar y la introducción de iniciativas por parte de minorías con un 2% o más del capital. Los inversores institucionales no son muy activos. Los fondos de pensión no están obligados a asistir a las asambleas y a votar obligatoriamente excepto cuando sus tenencias exceden el 2% del total de acciones. Fretes (2005) recomienda regulaciones que hagan la asistencia a las asambleas obligatorias tanto para fondos de pensión como de inversión.
- 2) Tratamiento de los accionistas durante cambios de control y cese de cotización. Se ha legislado la “Oferta Pública de Adquisición Obligatoria” a través del Decreto 677/01 y regulaciones de la CNV. Un total de 77 entre 102 compañías no han adherido al régimen de OPAs. Los mecanismos para el régimen de OPAs, sus pautas y la posibilidad de la CNV de objetar el precio por inequitativo, se han extendido a los casos de cese de cotización. La compañía que cesa su cotización debe hacer una oferta amistosa pública a todos los accionistas de la compañía. A diferencia del caso de las OPAs, aquí la aplicación del régimen es obligatoria. Observa Fretes (2005) que muchas acciones no tienen liquidez, por lo que es difícil determinar su precio y este puede ser muy poco representativo del valor de la firma. Sugiere régimen de OPAs obligatorio sin excepciones.
- 3) Mejorar la integridad de los Informes Financieros y la difusión de información sobre transacciones con partes relacionadas. El Decreto 677/01 ha definido qué se considera una parte relacionada y cómo el directorio y la empresa deben realizarlas, tomando intervención el Comité de Auditoria (con mayoría de directores independientes) y de auditores independientes llegado el caso. Eventos “sustantivos” deben ser publicitados y pueden requerir el informe del Comité de Auditoria. El Decreto 677/01 ha procurado fortalecer el cumplimiento de normativa preexistente sobre tenencias de acciones por miembros del directorio y difusión de dicha información. La CNV mediante la Resolución General 459/04 incorporó a sus regulaciones la Resolución Técnica 21 de la

“Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas” (FACPCE), emisora de estándares profesionales para la profesión contable. La RT 21 adapta el contenido de los International Accounting Standard “IAS 24” sobre difusión de partes relacionadas. La tendencia en Argentina es convergente con tendencias internacionales.

- 4) Desarrollo de directorios efectivos. Los Comités de Auditoria han sido establecidos en directorios de sociedades abiertas, con mayoría de directores independientes. La CNV regula el criterio de independencia. Los deberes de lealtad y diligencia han sido especificado en ciertos casos por el Decreto 677/01 (y la reversión de la carga de la prueba en caso de duda). Las transacciones con partes relacionadas han sido definidas legalmente y sujetas a procedimientos con la intervención del Comité de Auditoria y auditores externos. Acciones legales contra los directores que los responsabilizan por sus faltas, se han facilitado al permitir a accionistas individuales reclamar por su propio daño en forma individual y si fuera el caso, a ser indemnizados. Antes del Decreto 677/01, el accionista debía hacer el reclamo por el daño total a la compañía, y esta tenía el mandato legal de retener para sí la indemnización si era ordenada. Las tasas de justicia (3% del monto en discusión) y los honorarios de los abogados (15-20% de los montos en discusión) desalientan accionar judicialmente a un accionista minoritario cuando no es indemnizado directamente. La difusión de las políticas de compensación del directorio desde el Decreto 677/01 se han hecho obligatorias. Antes raramente se informaban. La idea que un director debe fidelidad a todos los accionistas, es extraña respecto de las prácticas y tradiciones, señala Fretes (2005). Los puestos de director en el caso argentino y según este autor, tienen un carácter honorífico, antes de ser entendidos como empleos. Hacer cumplir las normas y cambiar la cultura son los mayores desafíos que considera pendientes.
- 5) Mejorar la calidad, efectividad y predictibilidad del marco legal y regulatorio. La Bolsa de Comercio de Buenos Aires tiene una larga tradición en Paneles Arbitrales de resolución de conflictos, con buena reputación en el medio. El Decreto 677/01 ha ampliado la posibilidad de aplicación de esa herramienta, haciendo obligatorios dichos paneles para todas las bolsas y mercados. Afirma Fretes (2005) que los inversores conocen poco sus derechos y los mecanismos que los amparan. Los tribunales ordinarios tampoco conocen los institutos y mecanismos particulares del mercado de capitales.

La Cámara de Sociedades Anónimas (CSA) espera que se desarrolle el mercado de capitales para que éste sea utilizado como herramienta de financiamiento.

El gobierno corporativo es una parte importante para el desarrollo del mercado de capitales. La CSA sostiene que los estándares de gobierno corporativo deben tomar en cuenta la legislación continental que posee el país y la estructura de capital de las empresas con capital abierto. Sin embargo el Decreto 677/01 en la búsqueda de internacionalizar los estándares implementó ciertas cláusulas copiando modelos internacionales que no necesariamente contribuyen con el desarrollo del mercado de capitales y desalientan la emisión.

La presente irrelevancia del mercado de capitales en Argentina, en términos del número de empresas, la capitalización y del volumen, no provee incentivos a que las empresas entren al mercado. De las empresas que permanecieron, 20 concentran el 90% del volumen del mercado. En la mayoría de las compañías de capital abierto, el grupo controlante posee más del 50% de las acciones. En general, las compañías no ven la oferta pública como una forma de financiamiento, y no ven los beneficios de adoptar estándares de gobierno corporativo en términos de hacer crecer el valor de las acciones.

La sección 254 de la Ley de Sociedades Comerciales establece que el accionista que vote a favor de una resolución es responsable de las consecuencias que genere la resolución. Según la CSA, si se quiere mayor participación por parte de inversores minoristas, es necesario modificar esta ley porque muchos inversores institucionales, por temor a represalias, se abstienen de votar para no ser responsables frente a la justicia en caso de que se produzca algún inconveniente. En cuanto a las OPA, ha habido progresos que protegen a los accionistas minoritarios. El regulador puede objetar el precio si lo considera injusto. Los directores deben aconsejar a los accionistas si es conveniente aceptar o no, y si estos poseen acciones deben hacer pública su decisión. La CSA cree que el crecimiento del capital flotante tiene que ser uno de los objetivos, y este mismo crecimiento va a hacer que las firmas opten por la oferta pública. Además, es necesario dar incentivos a las empresas a aumentar la oferta pública para disminuir la concentración de los controlantes.

Ha habido un progreso en los informes financieros hacia los estándares internacionales. El Comité de Auditoría creado por el Decreto 677/01 tuvo un rol activo, aunque la creación del Comité de Auditoría generó una superposición de roles.

Una encuesta realizada entre unas 410 empresas argentinas en 2003<sup>16</sup>, indagadas por el Instituto Argentino de Mercado de Capitales, tuvo como objetivo conocer los patrones de financiamiento y explorar el grado de interés en la obtención de recursos a través del mercado de capitales. Con respecto a las fuentes de financiamiento, los resultados mostraron que el 28% de las empresas utilizaban a los proveedores como principal fuente habitual de financiamiento. Se extrajo también que un 61% de las empresas encuestadas planeaba financiar su inversión proyectada con recursos propios para los próximos 5 años. En cuanto al costo del financiamiento se apreciaba que a medida que el tamaño de la firma disminuía, estas tasas aumentaban.

De las empresas encuestadas un 24% consideraba que la principal ventaja de la apertura de capital es que es una fuente de financiamiento barata, mientras que el 20% pensaba que es una fuente alternativa de financiamiento. En cuanto a las desventajas, el 38% respondió que son mayores los requisitos de información, seguido por un 30% que consideraba que los costos administrativos son la principal desventaja. En este sentido un 3% de las empresas estaba dispuesta a cotizar en bolsa, mientras que un 56% no lo haría. Además de las desventajas alegadas, un 77% de los encuestados respondió tener poco o nada de información sobre los requisitos para cotizar.

La encuesta denotó que la mayoría de las empresas son familiares (60%). La cultura empresarial en nuestro país respecto del mercado de capitales, está caracterizada por una aprensión por parte de los empresarios a brindar información interna de la empresa y el temor a compartir la propiedad de sus negocios. En las respuestas subyace también el hecho de que si una empresa se lista en la Bolsa debe tener las cuentas en orden, lo cual se relaciona con el fenómeno de la evasión tributaria y laboral.

Dada la dificultad de acceso al financiamiento para PyMEs a través del crédito tradicional, los instrumentos del mercado de capitales incluyen emisiones de Valores de Corto Plazo, Fideicomisos Financieros y Obligaciones Negociables.

La experiencia internacional al respecto arroja luz sobre posibilidades. Las bolsas europeas han puesto en marcha planes para PyMEs. El primer mercado fue el Alternative Investment Market (AIM) creado en Londres en 1995. En 1996 nació el Euro New Market que reúne los nuevos mercados de Francia, Alemania, Italia, Holanda y Bélgica. En Estados Unidos existe un sección especial en el Nasdaq y la SEC tiene reglas diferenciadas para las empresas

<sup>16</sup> Revista Argentina Bursátil. Mercado de Valores de Buenos Aires y Instituto Argentino de Mercado de Capitales.

pequeñas. Estas secciones tienen características semejantes. Las empresas listadas son firmas pequeñas, innovadoras y dinámicas, que muestran un gran potencial de crecimiento y necesitan capital para poder crecer. Al ser nuevas no tienen historial, por lo que, el financiamiento por medios tradicionales se ve limitado. Los requisitos para que estas empresas listen han sido minimizados, así como la información a brindar, de modo que el costo administrativo de presentar la información sea el más bajo posible. El tamaño promedio de las PyMEs cotizantes es de 46 millones de dólares a valor de mercado. Estas empresas pertenecen en su mayoría a sectores de alta tecnología, biotecnología, servicios de internet, aunque también hay sectores mas tradicionales.

En Argentina la Segunda Sesión, que establecía menores requisitos para empresas que quisieran listarse, fue proyectada en 1987 pero nunca implementada, lo mismo ocurrió con la Tercera Sesión en 1989 para la cotización de Nuevos Proyectos. En 1999 el Ministerio de Economía estudió la posibilidad de tomar medidas para reducir los costos de emisión de las PyMEs. La apertura de capital constituye una alternativa interesante para las PyMEs, por la dificultad y costo de aumentar su endeudamiento. La disminución de los costos de emisión también es un punto importante a considerar.

Respecto de las obligaciones negociables, el decreto 1087/93 establece que las PyMEs pueden emitir obligaciones negociables previo registro en la CNV y el cumplimiento de los requisitos de información. El monto máximo de circulación no debe exceder los 5 millones de pesos, y las ON deben ser colocadas y negociadas en el marco de las Bolsas de Comercio adheridas a la CNV.

Uno de los obstáculos para el desarrollo de este mercado es que los costos de entrada son altos. La CNV estima dicho costo entre 60 y 70 mil pesos, lo cual representa un gran costo en caso de emisiones pequeñas. Otro impedimento es el desconocimiento del mecanismo.

#### **IV “Principios” y “Mesas redondas regionales” de la OECD**

Este capítulo es descriptivo y se basa en un extenso recorrido por literatura emanada de la OECD durante los últimos años (OECD, 1999<sup>a</sup>, 1999b, 2001a, 2001b, 2001c, 2002<sup>a</sup>, 2002b, 2003<sup>a</sup>, 2003b, 2003c, 2003d, 2003e, 2003f, 2003g, 2003h, 2003i, 2004<sup>a</sup> y 2004b, por citar sólo las institucionales).

Habiendo reseñado los principales puntos generales y regionales, el capítulo se estructura en seis secciones que se ocupan de “Principios de Buen Gobierno Corporativo”, “Mesas redondas regionales”, y “Libros Blancos” respectivamente para América Latina, Asia, Rusia y Europa del Este<sup>17</sup>.

##### **IV-1 “Principios de Buen Gobierno Corporativo” de la OECD**

Los “Principios” del gobierno corporativo de la OECD fueron aprobados en 1999 y, desde entonces, se volvieron una referencia internacional para los hacedores de política, los inversores, corporaciones y otros interesados. Proveyeron una guía para las iniciativas regulatorias y se constituyeron en una base para un extenso programa de cooperación entre países miembros y no miembros de la OECD (OECD, 2004).

---

<sup>17</sup> Se agradece la colaboración de Daniela Scalise y Ezequiel Pérez Vázquez en este tramo del trabajo.

Los “Principios” pretenden asistir a gobiernos en sus esfuerzos para evaluar y mejorar el marco legal, institucional y regulatorio del gobierno corporativo de sus países. Se centran en las sociedades anónimas tanto financieras, como no financieras, aunque también pueden ser una herramienta útil para mejorar el gobierno de compañías no comerciales. Un buen gobierno corporativo debería proveer incentivos al directorio y a la gerencia para comportarse en interés de la compañía y sus accionistas, facilitando un efectivo monitoreo. Como resultado, el costo de capital bajaría. Para la OECD (2003), un buen gobierno corporativo facilita emitir capital accionario y obtener financiamiento de terceros. También ayuda a que una empresa honre sus compromisos legales y genere relaciones productivas con todos los interesados, incluidos empleados y acreedores.

Es relevante la relación entre la práctica de gobierno corporativo y el creciente carácter internacional de la inversión. Los flujos internacionales de capital permiten a las compañías el acceso a financiación, una buena práctica del gobierno corporativo se espera que ayude a asegurar dichos flujos (OECD, 2004).

Los “Principios” de la OECD son el resultado del primer esfuerzo multilateral para tener un lenguaje común sobre gobierno corporativo. Los “Principios” atacan seis puntos, resumidos en la tabla siguiente y desarrollados más abajo con mayor grado de detalle.

Tabla 8: Principios de Buen Gobierno Corporativo de la OECD.	
Principio	Consistente en:
1) Asegurar las bases de un marco efectivo de gobierno corporativo.	Promover mercados eficientes y transparentes, ser consistente con el imperio de la ley y articular claramente la división de responsabilidades entre diferentes autoridades supervisoras, regulatorias y de control.
2) Derechos de los accionistas y funciones claves de la propiedad.	Proteger y facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas.
3) Trato equitativo a los accionistas.	Asegurar el trato equitativo de todos los accionistas, incluyendo minoritarios y extranjeros.
4) Rol de los interesados (“stakeholders”) en el gobierno corporativo.	Reconocer los derechos de los interesados establecidos por ley o a través de acuerdos mutuos y de cooperación activa entre empresas e interesados en crear riqueza, empleos y mantener la sostenibilidad de empresas financieras sanas.
5) Diseminación de información y transparencia.	Asegurar que una diseminación oportuna y certera de la información se haga sobre todas las cuestiones substanciales acerca de la empresa, incluyendo la situación financiera, desempeño, propiedad y gobierno de la compañía.
6) Responsabilidades del directorio.	Asegurar la guía estratégica de la compañía y el monitoreo efectivo de la gerencia por el directorio. Que éste rinda cuentas a la compañía y los accionistas.
Fuente: OECD (2004)	

#### IV-1-1 Principio 1: Marco del Gobierno Corporativo

Muy sintéticamente, el marco del gobierno corporativo debe promover la transparencia y la eficiencia de los mercados, ser consistente con leyes y regulaciones, y articular la división de responsabilidades entre las autoridades que supervisan, las que regulan y las que aplican. Es necesario contar con apropiados cimientos en lo legal, regulatorio e institucional en los cuales puedan confiar todos los participantes del mercado para establecer sus relaciones contractuales. Este marco debe ser desarrollado evaluando su impacto en toda la economía sobre la integridad del mercado y los incentivos que crea para los participantes del mismo. Los requerimientos legales y regulatorios que afectan las prácticas del gobierno corporativo en una jurisdicción deben ser consistentes con la ley, transparentes y ejecutables. Si son necesarias nuevas leyes y regulaciones, deberían ser diseñadas de forma que sea posible su implementación y aplicación eficiente, cubriendo todos los intereses. Los hacedores de políticas deben ser conscientes de la variedad de influencias legales que existen en la práctica del gobierno corporativo, ya que pueden existir solapamientos y conflictos que frustren a los objetivos de aquél. Para satisfacer sus cometidos de una manera objetiva y profesional las autoridades de supervisión, regulatorias y de aplicación deben tener autoridad, integridad, y recursos.

#### **IV-1-2 Principio 2: Los derechos de los accionistas y funciones claves de propiedad**

En una corporación, el capital puede pertenecer a numerosos accionistas dispersos geográficamente. Los derechos de estos accionistas se agrupan en dos categorías. La primera son los que confiere la “propiedad”, como el derecho a la información sobre el desempeño de la empresa, a la distribución a prorrata de los dividendos y de la propiedad de la compañía antes de la liquidación, participar en la toma de decisiones en las reuniones, y enajenar acciones. La segunda categoría de derechos de los accionistas se relaciona con la separación entre la propiedad y la gestión. Los accionistas no tienen la responsabilidad de seguir todos los movimientos de la empresa, por ello deben encontrar medios para conciliar sus diferentes intereses, metas y horizontes de inversión en estrategias de decisión, delegando en gerentes profesionales.

Los derechos de los accionistas incluyen, entre los principales:

- 1) Seguridad para registrar la propiedad y transferencia de acciones.
- 2) Obtención de información sobre la firma.
- 3) Votación, elección y remoción de miembros del directorio.
- 4) Participación en decisiones importantes (como enmiendas en el estatuto de la firma, autorización de emisiones adicionales o transacciones extraordinarias).
- 5) Oportunidad de participar con su voto en las asambleas (con presencia física o sin ella) y estar informados acerca de las reglas y los procedimientos de las mismas. Tener la posibilidad de hacer preguntas al directorio, incluir temas en la agenda y efectuar propuestas dentro de ciertos límites. Poder nominar y elegir los miembros del directorio.
- 6) Aprobar los esquemas de compensación de los directores y gerentes.
- 7) Conocer los arreglos y estructuras que permitan a ciertos accionistas un grado de control más que proporcional a su propiedad de capital.
- 8) Conocer las reglas y procedimientos de las adquisiciones, y las grandes transacciones.
- 9) Facilitar el ejercicio de los derechos de propiedad por los accionistas, incluyendo los inversores institucionales.
- 10) Establecer comunicación de los accionistas entre sí sobre temas concernientes a sus derechos.

### **IV-1-3 Principio 3: Trato equitativo entre los accionistas.**

Implica:

1) Poder iniciar procesos administrativos y legales en contra de la gerencia y de los directores.

2) Todos los accionistas del mismo grupo debieran ser tratados de la misma forma, y todas las acciones deberían implicar los mismos derechos. Todos los inversores deben poder obtener información acerca de los derechos que confieren todas las series y clases de acciones antes de comprarlas<sup>18</sup>. Cualquier cambio en los derechos de votación deberían estar sujetos a la aprobación por aquellas clases de acciones que resulten negativamente afectadas.

3) Los accionistas minoritarios deben ser protegidos de posibles abusos de los grupos de control, directos o indirectos y deben tener efectivos medios de reparación. Sumado a la necesidad de revelación de información, una clave para proteger a las minorías es una claro mandato de lealtad de los directores hacia la compañía y a todos los accionistas. Otra forma de proteger a la minoría de accionistas, incluye los derechos de veto en relación con la distribución de las acciones, mayorías calificadas para ciertas decisiones de accionistas, y la posibilidad de usar la votación acumulada en la elección de los miembros del directorio para representar a las minorías.

4) Los votos deben poder ser emitidos por custodios, o por personas designadas con acuerdo del propietario de las acciones. Los impedimentos para el voto transfronterizo deben ser eliminados. Los inversores extranjeros pueden elegir mantener sus acciones a través de una cadena de intermediarios. Usualmente los accionistas disponen de un tiempo limitado para reaccionar ante una convocatoria de la empresa, o para tomar decisiones bien fundadas debido a las distancias. Los procesos y procedimientos en las asambleas de accionistas deben tener en cuenta un tratamiento igualitario para todos los accionistas. No deben ser dificultosa ni costosa la emisión de los votos. Una posibilidad la constituiría la facilitación del voto electrónico en ausencia.

5) El “Insider trading” y la auto contratación abusiva (“abusive self-dealing”) deben ser prohibidos. Una auto contratación abusiva puede tener lugar, cuando una persona teniendo una relación cercana con la compañía, se aprovecha de ello en detrimento de la compañía y de sus inversores. El “Insider trading” supone una manipulación de los mercados de capital. Es necesario que los directores y los ejecutivos clave revelen al directorio si tienen, directa o indirectamente, algún tipo de interés en la transacción que está realizando la compañía. Cuando el interés ha sido declarado, es buena práctica que esa persona no tome ninguna decisión que tenga que ver con esa transacción.

### **IV-1-4 Principio 4: El rol de los Interesados en el Gobierno Corporativo**

---

<sup>18</sup> Algunas compañías distribuyen acciones preferidas que establecen un privilegio con respecto a dividendos de la firma, pero normalmente no tienen derecho a voto. Las compañías pueden también distribuir certificados de participación o acciones sin derechos a voto, que se van a intercambiar presumiblemente a diferentes precios que las acciones con derecho a voto. Su razón de ser, es tener alternativas en la distribución del riesgo.

Los interesados (“stakeholders”) tienen derechos que les asigna la ley y otros que surgen de acuerdos privados. Se entiende por interesados a empleados acreedores, proveedores y clientes. Se incluyen también aquellos indirectamente afectados por el accionar de la compañía (por ejemplo, vía un impacto ambiental).

- 1) Cuando los interesados estén protegidos por la ley, deberán tener la oportunidad de obtener una efectiva reparación por la conculcación de sus derechos.
- 2) Deben permitirse mecanismos para encauzar la participación de los empleados.
- 3) Es importante que los interesados tengan acceso a información relevante, suficiente y confiable para poder cumplir con sus responsabilidades.
- 4) Los interesados deberán sentirse libres de comunicar al directorio sus preocupaciones acerca de prácticas ilegales o no éticas, y sus derechos no deberán quedar comprometidos por ello.
- 5) La estructura del gobierno corporativo debe ser complementada por un marco para insolvencias efectivo y eficiente, y por una aplicación efectiva de los derechos de los acreedores.

#### **IV-1-5 Principio 5: Disseminación de información y Transparencia**

El gobierno corporativo debe asegurar la oportuna y adecuada disseminación de información sobre la situación financiera, la performance, la propiedad y el gobierno de la compañía. Lo anterior es central para ejercer el derecho de propiedad de los accionistas con una base completa de información. La experiencia en países con mercados grandes y activos, muestra que la disseminación de información puede ser una herramienta poderosa para influenciar el comportamiento de las compañías y para la protección de los inversores. También puede ayudar a atraer capital y mantener la confianza en los mercados de capital. En contraste, prácticas no transparentes pueden contribuir al comportamiento poco ético y a una pérdida de mercado. La disseminación de información también ayuda a mejorar el entendimiento público de la estructura y las actividades de las empresas, sus políticas corporativas, las prácticas con respecto a estándares éticos y de medio ambiente y las relaciones con la comunidad en la que operan.

Para determinar cuánta información debe ser revelada como mínimo, varios países aplicaron el concepto de “sustancia”. La información “sustancial” (“Material information”), susceptible de ser difundida, puede ser definida como aquella cuya omisión o no-declaración puede influenciar decisiones económicas tomadas por sus usuarios. La disseminación debería incluir, los siguiente ítems:

- 1) Los resultados operativos y financieros de la compañía.
- 2) Información relacionada con la ética en los negocios y políticas referidas al medio ambiente de la firma.
- 3) La estructura de propiedad de la empresa, sus derechos y los de los otros propietarios.
- 4) Política de remuneración de los directores y ejecutivos claves, información acerca de los directores, sus capacidades, el proceso de selección, y si son considerados como independientes.
- 5) Es importante para el mercado conocer si la compañía está gestionada según los intereses de todos sus inversores, o existen intereses de individuos o de grupos. Los requerimientos de disseminación de información incluyen la naturaleza de la relación y el tipo y la cantidad de transacciones con partes interesadas.



6) Riesgos específicos del sector, o del área geográfica en donde la compañía opera, la dependencia en productos, riesgos de los mercados financieros, los relacionados con los derivados y las transacciones fuera de balance, y con las responsabilidades medioambientales.

7) Políticas de recursos humanos, programas de desarrollo y entrenamiento, tasa de retención de empleados y planes de propiedad accionaria para empleados.

8) Prácticas de toma de decisiones, estructuras de gobierno y políticas de la compañía, en especial la división de la autoridad entre accionistas, gerencia y el directorio y detalle de los procesos de implementación de decisiones.

9) La información debe estar preparada y diseminada según altos estándares de calidad contable. La calidad se espera mejore la capacidad de los inversores para monitorear la compañía, proveyendo un aumento en la fiabilidad del reporte, y mejorando la performance interna de la compañía.

10) Una auditoria anual efectuada por un auditor independiente, calificado y competente, es recomendable para asegurar una garantía externa y objetiva al directorio, y a los accionistas. Además de certificar que los estados contables representan efectivamente la posición financiera de la empresa, la auditoria debe incluir la opinión sobre cómo han sido preparadas y presentados los informes. Es una buena práctica que los auditores externos sean recomendados por un comité independiente del directorio.

11) Los canales de diseminación pueden ser tan importantes como los contenidos de información.

#### **IV-1-6 Principio 6: Responsabilidad del directorio**

El directorio es responsable ante los accionistas quienes, según los “Principios” deberían ser capaces de ejercitar sus derechos de propiedad, incluyendo la designación y el despido de los miembros del directorio, y deberían ser tratados equitativamente por la compañía. La realidad usualmente es más compleja en compañías donde la gerencia es controlado por un accionista dominante. El directorio balancea los derechos de propiedad que tienen los accionistas, con la discreción concedida a los gerentes. Idealmente, el directorio, más allá de su estructura, se centraría en el largo plazo de las cuestiones, estrategias corporativas, y actividades que pueden implicar un cambio en la naturaleza y dirección de la compañía, más que en la toma diaria de decisiones de responsabilidades operativas, que compete a la gerencia. Al directorio compete la guía estratégica de la compañía, un efectivo monitoreo de la gerencia y la responsabilidad ética para rendir cuentas a la compañía y a los accionistas. Para que los directorios puedan efectivamente ocuparse de todas sus responsabilidades, los miembros deben poder tener un juicio independiente y objetivo.

El reciente e importante crecimiento en muchos países de las tenencias accionarias de inversores institucionales, ha conducido a la formación de una poderosa corriente de opinión a favor de su monitoreo de las compañías. De hecho, los inversores institucionales, continúan jugando un rol limitado en el gobierno corporativo como propietarios. En muchas instancias los inversores institucionales pueden encontrar que su inversión en compañías individuales no justifica los costos que acarrea el ejercicio activo de esos derechos. En otros casos, la misma regulación impone la pasividad de los inversores institucionales en el directorio.

El directorio cumple funciones clave como:

1) Fijar la estrategia corporativa, planes de acción importantes, políticas de riesgo, presupuestos anuales y planes de negocios, establecer y monitorear los objetivos

de desempeño, supervisando los gastos de capital más importantes, adquisiciones y ventas.

2) Monitorear la efectividad de las prácticas del gobierno corporativo y realizar modificaciones si fuera conveniente.

3) Seleccionar, monitorear y, cuando fuera necesario, reemplazar a ejecutivos clave, y supervisar el éxito del planeamiento. Asegurar un proceso de selección formal y transparente.

4) Supervisar el sistema de control interno relacionado con los estados financieros.

5) Asegurar la integridad de los estados financieros y contables de la compañía. Una forma es mediante un sistema de auditoria interna que reporte directamente al directorio.

6) Supervisar el proceso de diseminación de información y comunicación.

7) Tanto para prevenir conflictos de intereses y equilibrar las demandas de la corporación, como para ejercitar sus obligaciones al monitorear el desempeño de la gerencia, es esencial que el directorio pueda tener un juicio independiente y objetivo.

8) El directorio es responsable de monitorear a la gerencia y alcanzar un rendimiento adecuado para los accionistas, previniendo conflictos de intereses y conservando un equilibrio entre las demandas de la compañía.

9) Otra responsabilidad del directorio es supervisar los sistemas diseñados para asegurar que la corporación cumpla con las leyes e impuestos aplicables, sobre la competencia, el trabajo, el medio ambiente, la igualdad de oportunidades, la salud y la seguridad pública.

10) Los miembros del directorio deben actuar de buena fe y teniendo información suficiente, en el interés de la compañía y de los accionistas. El principio se centra en dos elementos del deber fiduciario de los directores: el deber de “cuidado”, que requiere que los miembros de directorio actúen teniendo una base de información completa, con la debida diligencia, y el deber de “lealtad”, que fomenta la implementación de otros principios.

11) Cuando el directorio pudiera afectar a diferentes grupos de accionistas de manera diferente, debería tratar a todos justamente. Al ejercer sus obligaciones el directorio no debe verse o actuar como representante de grupos particulares.

12) El directorio tiene un rol clave en la aplicación de los estándares de ética en la compañía, no sólo mediante sus propias acciones, sino supervisando a los ejecutivos clave y a la gerencia en general.

#### **IV-1-7 Una Revisión de los Principios (2004)**

Respondiendo a la experiencia y los nuevos desafíos, los “Principios” han avanzado en cinco áreas. Estas son:

1) Inclusión de mecanismos regulatorios y de “implementación del cumplimiento” (“Enforcement”).

2) Mejorar las posibilidades de información para un ejercicio efectivo de los derechos de propiedad de los accionistas.

3) Aumentar la transparencia y la diseminación de la información, con atención especial a los conflictos de interés.

4) Asegurar la protección de los que informan sobre las malas acciones de la empresa.

5) Intensificar las responsabilidades del directorio.

Los “Principios” revisados son más específicos que los originales, destacando que los costos del voto pueden y deben ser reducidos, y haciendo notar los beneficios de la participación de los propietarios (OECD, 2004).

Se espera que los inversores refuercen su participación en cuestiones como la remuneración del directorio y los ejecutivos claves; que sean capaces de remover miembros del directorio, tanto como nominarlos y elegirlos. Los “Principios” revisados apelan a inversores institucionales para actuar con capacidad fiduciaria. En cuanto a los conflictos entre los accionistas que tienen el control de la compañía, y los minoritarios, los “Principios” revisados incluyen cuestiones como:

1) Refuerzo de la necesidad de disseminación de la información, particularmente con respecto a los conflictos de interés y transacciones con partes relacionadas.

2) El rol de varios proveedores de información corporativa que no están comprometidos con los conflictos de interés (entre ellos “soplones” o informantes).

3) Las funciones del auditor han sido reforzadas, también se le ha prestado más atención a su independencia, incluyendo pasos para manejar y minimizar los potenciales conflictos de interés

4) Una mayor atención a la protección de los derechos de los accionistas minoritarios.

Lo más importante de estos avances tiene que ver con la protección de los “informantes”, tanto como el rol de los empleados como interesados.

Los “Principios” que cubrían la estructura, la operación y las funciones del directorio han sido reforzados. Las responsabilidades han sido más claramente especificadas para cubrir con la ética corporativa, la conformidad con leyes y estándares, y los descuidos del control interno y los sistemas de reporte financiero.

## **IV-2 Mesas Redondas**

Como parte del esfuerzo internacional para enriquecer los estándares propuestos con la experiencia acumulada, la OECD estableció Mesas Redondas de discusión en cinco regiones: Asia, Rusia, América Latina, Eurasia y Sudeste Europeo. Las Mesas Redondas han revelado un amplio rango de desafíos en las cinco regiones, y a partir de ellas se han producido “Libros Blancos” identificando las áreas prioritarias para las reformas. Los elementos más destacados de tales mesas redondas regionales se resumen en la tabla abajo, tratándose luego con un mayor grado de detalle.

Tabla 9: Principales hallazgos de las “Mesas redondas”	
1) Propiedad y control.	<p>En las cinco regiones hay un alto grado de concentración en compañías individuales o grupos de compañías. En Asia y América Latina, principalmente individuos o familias.</p> <p>Los conflictos no aparecen con la gerencia (más controlada que en países de capital atomizado), sino con los accionistas minoritarios.</p> <p>En algunos países se ha comenzado a limitar la emisión de acciones comunes a las de un voto, y restringir la emisión de acciones preferidas sin derechos a voto. Las estructuras piramidales de control están muy extendidas.</p> <p>Algunos países han legislado cláusulas para darle a todos los accionistas el derecho a participar de un aumento de capital en iguales términos que al grupo de control.</p>
2) Implementación del cumplimiento (“enforcement”).	<p>Se ha detectado una brecha entre las disposiciones legales y la implementación.</p> <p>Implementar el cumplimiento requerirá reformas para mejorar el desempeño del poder judicial, darle poder a reguladores para preservar la auditabilidad y aumentar la efectividad de los cuerpos auto-regulados.</p> <p>Las quejas de los participantes apuntan a los sistemas judiciales en particular.</p>
3) Derechos de los accionistas y tratamiento equitativo.	<p>Tres áreas aparecieron como importantes en las Mesas Redondas para protección de derechos y trato equitativo: registro y transferencia de acciones, plena participación en las asambleas y transparencia en las transacciones más importantes y aquellas con partes relacionadas.</p>
4) Rol del directorio.	<p>Se los ha caracterizado en muchos países como “sellos de goma” o acusado de respaldar los intereses del accionista de control.</p> <p>Reformas posibles al rol del directorio incluyen clarificar los deberes de los directores en la ley, requerir directores independientes, alentar comités especiales como los de auditoria, etcétera.</p> <p>Hay diferentes clases de directorios según los países: “one-tier” o “two-tiers”, es decir, un directorio como tal y otro de auditores.</p> <p>Los deberes legales de los directores deben ser entendidos como de lealtad y cuidado, respecto de todos los accionistas.</p> <p>Respecto de las obligaciones civiles y criminales de los miembros del directorio, son raros los procesos judiciales individuales. La responsabilidad suele ser colectiva. Las acciones penales suelen tener lugar sólo en casos extremos que toman estado público.</p> <p>Los requisitos legales para poder integrar un directorio suelen ser mayoría de edad, no haber recibido condenas en ciertos delitos como fraude o no registrar antecedentes de quiebra.</p>
5) Rol de otros interesados, además de accionistas y gerentes.	<p>Se trata de incorporar más activamente los intereses del personal, los proveedores y otros grupos relacionados con las empresas, incluyendo empleados, clientes, gobierno y la comunidad local. Una exigencia mínima es asegurar que la compañía cumple la legislación y honre sus contratos con los empleados.</p>
6) Transparencia y de difusión de información.	<p>Estándares contables internacionales influyen los requerimientos de difusión.</p> <p>Los reguladores y las bolsas están introduciendo mecanismos mejorados para auditoria y difusión de información.</p> <p>Hay brechas para cerrar, entre los estándares escritos y las prácticas vigentes.</p> <p>Muchos países han armonizado sus estándares con el IAS (International Financial Reporting Standards).</p> <p>En las mesas redondas se han nombrado como áreas débiles en muchos esquemas contables la consolidación de cuentas en grupos económicos, cuentas por pagar y por recibir, y otras obligaciones, incluyendo garantías.</p>
Fuente: OECD (2003 a, b, f, g y h)	

#### **IV-2-1 Hallazgos de las “Mesas Redondas” sobre Propiedad y control**

En las cinco regiones hay un alto grado de concentración en compañías individuales o grupos de compañías. En Asia y América Latina, principalmente individuos o familias. Le siguen en frecuencia empresas públicas y empresas multinacionales. Los conflictos no aparecen con la gerencia (más controlada que en países de capital atomizado), sino con los accionistas minoritarios. Los más graves son cuando el grupo de control obtiene beneficios privados a expensas de las minorías. Si el grupo de control puede extraer beneficios privados a costa de los accionistas minoritarios, ello afectará el crecimiento de los mercados de capitales. También le dificultará al grupo de control gestionar la sucesión y el uso de gerentes profesionales. En tales empresas, los grupos de control poseen suficientes derechos de voto para impedir capturas (“takeovers”), seleccionar mayoría de directores y determinar el resultado en la asamblea de accionistas, sin controlar más que una mayoría simple de los derechos de voto. A veces usan dispositivos para tener mayor derechos de voto que los que representan sus derechos de propiedad.

En algunos países se ha comenzado a limitar la emisión de acciones comunes a las de un voto, y restringir la emisión de acciones preferidas sin derechos a voto. Las estructuras piramidales de control están muy extendidas. Pueden usar tenencias cruzadas, y contener un gran número de compañías. Ello resulta en un ratio “derechos sobre flujos de caja”/ “derechos de control” menor a 1 para el grupo de control. El grupo de control puede usar cambios en el capital accionario para diluir a los accionistas minoritarios. Una forma que puede tomar es con la valuación exagerada de alguna contribución en especie al capital, práctica observada en Europa del Este. Las contribuciones en especie son tan propensas al abuso que pueden prohibirse o diseñarse restricciones específicas para su uso y valuación. Algunos países han legislado cláusulas para darle a todos los accionistas el derecho a participar de un aumento de capital en iguales términos.

#### **IV-2-2 Hallazgos de las “Mesas Redondas” sobre Implementación del cumplimiento (“enforcement”)**

Se ha detectado una brecha entre las disposiciones legales y la implementación. Implementar el cumplimiento requerirá reformas para mejorar el desempeño del poder judicial, darle poder a reguladores para preservar la auditabilidad y aumentar la efectividad de los cuerpos auto-regulados. Muchas leyes y regulaciones no están en vigencia efectiva: “las leyes han sido trasplantadas, pero no las prácticas”.

Las quejas de los participantes apuntan a los sistemas judiciales en particular. El sistema legal es concebido en la mayoría de los países emergentes como costoso de usar y como proveyendo protección limitada a los accionistas minoritarios, acreedores y otros interesados. Formalmente, los reguladores pueden normalmente entablar acciones civiles y criminales contra empresas, los miembros del directorio y sus ejecutivos. Pueden usar medidas administrativas, cobrar multas y dictar órdenes. Delegar poderes a organizaciones autorreguladas permite al regulador de valores ahorrar recursos, pero como límite a la delegación, está poder supervisar y monitorear esos cuerpos.

#### **IV-2-3 Hallazgos de las “Mesas Redondas” sobre derechos de los accionistas y tratamiento equitativo**

Tres áreas aparecieron como importantes en las Mesas Redondas para protección de derechos y trato equitativo: los accionistas deben tener asegurados sus derechos para mantener y transferir acciones, poder participar plenamente en las asambleas y las transacciones más importantes, dándole transparencia a aquellas con partes relacionadas. Ha habido abusos por defectos de registro de la propiedad accionaria en países de Europa del Este. Muchos países han introducido un depositario para todas las acciones cuidadosamente regulado. En general, también hay mucha discreción sobre la política de dividendos. El grupo de control puede extraer beneficios privados usando una variedad de técnicas, desde compensaciones excesivas y complejas transacciones intra-grupo, aún siendo legales.

El mayor problema de combinar propiedad concentrada, estructuras de control opacas, débil protección a minorías e insuficiente difusión, es el frecuente abuso de transacciones con partes relacionadas. El tuneo (“tunnelling”), describe como ciertos grupos toman activos de una compañía para sí. Algunas cuestiones institucionales lo facilitan, como la existencia de compañías relacionadas visibles o encubiertas. Una preocupación son las auto-contrataciones abusivas (“abusive self dealing”). Su definición varía de país en país. Algunos se concentran sólo en miembros del directorio. Otros agregan ejecutivos. En algunos casos se requiere una evaluación independiente de ciertas transacciones. En algunos países se permite el derecho a los disidentes, que pueden pedir el rescate de sus acciones antes del anuncio o aprobación de la transacción a la que se oponen. Muchos países permiten endosar derechos de voto. Otros requieren presencia física en las asambleas. Los Principios de la OECD sugieren que el voto en ausencia debe ser aceptado en la generalidad de los casos.

Aún en países con un gobierno corporativo relativamente bueno, la asamblea de accionistas es concebida como teniendo un rol formal, de ratificación de decisiones del grupo mayoritario. Hay procedimientos directos o indirectos para manipular asambleas. Se han sugerido medidas para mejorar la efectividad de las asambleas: requisitos mínimos de notificación, de quórum, reglas de votación, permitir el recurso a la justicia para hacer cumplir el mandato de la asamblea.

Respecto del papel atribuido a los inversores institucionales, dos tendencias han contribuido a su mayor rol. Una es la globalización y el crecimiento de la inversión extranjera en economías emergentes. La otra ha sido la creciente importancia de inversores institucionales domésticos, como los nuevos fondos de pensión privados.

#### **IV-2-4 Hallazgos de las “Mesas Redondas” sobre rol del directorio**

Se los ha caracterizado en muchos países como “sellos de goma” o acusado de respaldar los intereses del accionista de control. Se habla de “sellos de goma” cuando la compañía es regida por un accionista de control que trata directamente con la gerencia, cumpliendo el directorio un rol estrictamente formal. En los directorios familiares, el grupo de control y ejecutivos importantes que a veces pertenecen a la familia y asesores de confianza toman las decisiones estratégicas. Reformas posibles al rol del directorio incluyen clarificar los deberes de los directores en la ley, requerir directores independientes, y alentar comités especiales como los de auditoria, nombramientos y remuneraciones.

Muchos directorios en estos países tienen una alta proporción de miembros que son actuales o pasados ejecutivos, relaciones o representantes del grupos de control. Una propuesta extendida es la obligación de incluir directores independientes del grupo de control. Legalmente, se suele definir un director independiente como excluyendo de la categoría a gerentes y ejecutivos, parientes de los gerentes y otros miembros del directorio, empleados salientes y de

compañías relacionadas. Tampoco basta la independencia: simplemente no teniendo conexión con la compañía no garantiza que el director no actúe en el interés de todos los accionistas, sea responsable ante los interesados o muestre preparación, cuidado y diligencia en sus decisiones.

Hay diferentes clases de directorios según los países: “one-tier”, “two-tiers”, un directorio como tal y otro de auditores. Un directorio de administración es un grupo ejecutivo, supervisado a su vez por un directorio auditor. Elegidos por los accionistas y frecuentemente teniendo derechos legales similares a los directores, los directores auditores y comités de auditoría, supervisan la auditoría interna de la firma, la preparación de informes financieros y otra información para reguladores y accionistas. La remuneración de estos cuerpos de contralor suele ser fijada por el mismo directorio o por el grupo de control, aunque puede integrarse al directorio un comité de remuneraciones. Los deberes legales de los directores deben ser entendidos como de lealtad y cuidado, respecto de todos los accionistas. Deben ser auditables por los accionistas y responsables frente a todos los interesados. También tienen obligaciones legales, de seguir con ciertos procedimientos administrativos y de diseminar información.

Respecto de las obligaciones civiles y criminales de los miembros del directorio, son raros los juicios individuales. La responsabilidad suele ser colectiva. Las acciones penales suelen tener lugar sólo en casos extremos que toman estado público. Los requisitos legales para poder integrar un directorio suelen ser mayoría de edad, no haber recibido condenas en ciertos delitos como fraude, no registrar antecedentes de quiebra. Algunos países limitan el número de directores y otros impiden estar en directorios de empresas en competencia. En algunos casos se requiere ser accionista de la compañía. Los estatutos de las sociedades agregan detalles. En bancos se suelen adicionar niveles mínimos de educación.

#### **IV-2-5 Hallazgos de las “Mesas Redondas” sobre rol de otros interesados, además de accionistas y gerentes**

Se propone incorporar más activamente los intereses del personal, los proveedores y otros grupos relacionados con las empresas, incluyendo empleados, clientes, gobierno y la comunidad local. Una exigencia mínima es asegurar que la compañía cumple la legislación y honre sus contratos con los empleados. El tipo de transacciones específicas que las compañías usan para expropiar a los acreedores son en muchos casos los mismos que aquellos usados para transferir fondos desde accionistas minoritarios (“tuneleo”).

Las tasas de quiebras en los mercados emergentes son una fracción de las tasas observadas en países desarrollados. El uso limitado de los procedimientos de reorganización y liquidación están ampliamente extendidos. En algunos países hay un estigma asociado a la quiebra. El potencial de fraude asociado a muchas quiebras se agrega a su negativa reputación. La principal razón por la que los procedimientos formales de quiebra se usan poco, son los costos asociados con el cumplimiento judicial. Estos casos parecen especialmente propensos a las dilaciones, las cuales muchas veces perjudican a los acreedores.

#### **IV-2-6 Hallazgos de las “Mesas Redondas” sobre transparencia y diseminación de información**

Estándares contables internacionales influyen los requerimientos de difusión. Los reguladores y las bolsas están introduciendo mecanismos mejorados para auditoría y diseminación de información. Hay brechas para cerrar entre los estándares y las prácticas vigentes. En la última década ha habido un esfuerzo global para bajar los costos de la falta de

transparencia mejorando los estándares para informes tanto financieros como no financieros y efectuando esfuerzos para implementarlos. En la uniformización de los estándares contables ha habido alguna convergencia internacional en los últimos años. Muchos países han armonizado sus estándares con los IFRS (International Financial Reporting Standards).

En las mesas redondas se han nombrado como áreas débiles en muchos esquemas contables la consolidación de cuentas en grupos económicos, cuentas por pagar y por recibir, y otras obligaciones, incluyendo garantías.

Los tres pilares para un efectivo sistema de transparencia y regulación son el ambiente legal y regulatorio, las capacidades técnicas, autorregulación y contadores y auditores independientes, y el control interno y mecanismos externos de diseminación de compañías individuales.

### **IV-3 Libro Blanco sobre gobierno corporativo en América Latina**

Algunas características regionales son comunes y pueden sintetizarse en los siguientes puntos (OECD, 2003c):

- 1) Importancia de los grupos empresarios, que internalizan los mercados de capital en ausencia de éstos.
- 2) Reestructuración del sistema bancario en años recientes, los han hecho menos estatales, más internacionales, mejor regulados y cargan con la experiencia de varias crisis financieras.
- 3) Regionalización, internacionalización y la importancia de las empresas multinacionales. Muchas empresas locales, adquiridas por empresas extranjeras desnacionalizaron su listado, pasaron a otras bolsas y cambiaron su gobierno corporativo a alguna forma híbrida. En Estados Unidos, por ejemplo, las empresas extranjeras emisoras de ADR deben adoptar sus prácticas de gobierno a los estándares americanos por mandato de la Ley Sarbanes-Oxley de 2002.
- 4) Planes de pensiones obligatorios de administración privada son los inversores institucionales más importantes de la región. En general, han tenido hasta ahora un rol pasivo en el gobierno corporativo.
- 5) En cuanto a tradiciones legales y patrones de cumplimiento, la incidencia de litigios civiles es pequeña en comparación con las patrones europeos y norteamericanos, con mayor énfasis sobre acciones administrativas y judiciales penales. Los mecanismos privados de solución de disputas son relativamente nuevos.

Las prioridades de las reformas para la OECD pueden sintetizarse en las siguientes áreas que luego se desarrollan extensivamente:

- 1) Tomar seriamente los derechos de votación. Menor pasividad de los inversores.
- 2) Tratar equitativamente a los accionistas durante los cambios de control y el cese de cotización bursátil.
- 3) Asegurar la integridad de los informes financieros y mejorar la información de las transacciones con los interesados (stakeholders).
- 4) Desarrollo de directorios eficaces.

#### **IV-3-1 Tomar seriamente los derechos de votación. Menor pasividad de los inversores.**



Grandes diferencias en los derechos de votación entre los mismos tipos de accionistas, pueden crear incentivos para que aquellos con derechos de voto desproporcionados tomen decisiones no encaminadas hacia el interés común de todos los accionistas.

Los estatutos y las prácticas de las compañías deberían eliminar trabas a la información disponible para los accionistas, su participación en las asambleas, notificación de éstas y procedimiento de voto, incluyendo el voto a distancia. Las agendas de las asambleas deberían circular con antelación, y simplificarse procedimientos para proponer temas.

Podrían adaptarse nuevas tecnologías de comunicación que mejoren la difusión y la ejecución de funciones claves de propiedad.

Los programas de ADR deberían proporcionar a sus tenedores los mismos derechos y oportunidades en el gobierno corporativo que los acordados para las acciones subyacentes.

Debiera ser posible la elección de directores por las minorías, e incentivar propietarios activos e informados, incluyendo inversores institucionales. Una política para los inversores institucionales podría ser modificar el régimen legal de inversión, permitiendo mayores niveles de inversión en compañías que cumplan ciertos objetivos de gobierno corporativo y requerimientos de información.

Los inversores institucionales deberían tener una política de intervención en el gobierno corporativo de las empresas donde participan, e informarla regularmente.

#### **IV-3-2 Tratar equitativamente a los accionistas durante los cambios de control y el cese de cotización bursátil.**

El marco legal debería marcar ex ante un tratamiento justo de las minorías en los cambios de control. Los criterios legales deberían acercarse lo más posible a ofrecer a minorías que deseen retirarse el valor económico de la compañía a prorrata. Aquellos métodos de valuación que descansan en evaluadores independientes son superiores a los que los hacen sobre capital histórico o con precios de mercado de valores ilíquidos fácilmente manipulables. También debería efectuar una clara definición de eventos que transforman fundamentalmente la naturaleza de la compañía o que pueden perjudicar a las minorías, y qué circunstancias gatillan derechos de retiro.

#### **IV-3-3 Asegurar la integridad de los informes financieros y mejorar la información de las transacciones con los interesados (stakeholders).**

Las leyes y regulaciones deberían establecer que es responsabilidad de cada empresa cotizante revelar su estructura de capital, e informar cualquier cambio a los accionistas y al público en general. También obligar a informar convenios entre accionistas sobre ejercicio del voto, opciones de compra o de venta de acciones, poderes otorgados, etcétera.

Los interesados deberían ser reconocidos y respetados sus derechos al acceso a información. Las compañías deberían considerar sobre una base voluntaria, preparar y emitir informes acerca de las relaciones con los interesados.

El directorio y la gerencia deberían incentivar y facilitar la información que dé lugar a la detección de comportamientos ilegales o poco éticos.

Los reguladores deberían hacer coincidir las normas nacionales con los estándares de información financiera internacional (IFRS, International Financial Reporting Standards). Los informes deberían ser auditados por auditores externos independientes, competentes y calificados de acuerdo con normas internacionales de alta calidad.

#### **IV-3-4 Desarrollo de directorios eficaces**

En el desempeño de sus deberes, los miembros del directorio deberían ser libres para ejercitar su mejor criterio en el interés de la compañía y de todos los accionistas. Todas las compañías deberían identificar las actividades que presentan un potencial particular para conflictos de interés y evitar transacciones en términos desfavorables para los interesados. Algunas prácticas muy peligrosas deberían ser prohibidas, como préstamos a personas vinculadas, accionistas de control y empresas afiliadas. En empresas controladas por familias, las políticas de interacción entre la compañía y la familia (por ejemplo, de empleo), deberían ser explicadas. Los accionistas de control, gerentes y directores deberían informar sus transacciones en valores de las compañías y sus afiliados.

Todos los directorios de las compañías cotizantes deberían proporcionar al menos anualmente un informe actualizado sobre estructuras y prácticas de gobierno corporativo.

Respecto de las responsabilidades del directorio, individual y colectivamente debieran actuar en el interés de la compañía y de todos los accionistas. Se recomienda que los accionistas minoritarios puedan nombrar directores. Se requiere más detalle legal sobre procedimientos seguidos por los directores para cumplir con sus deberes de cuidado y lealtad hacia la compañía. Este detalle se requiere para eventos corporativos extraordinarios, como cambios de control, fusiones, reestructuraciones, nuevas inversiones substanciales, ventas de activos críticos y transacciones con partes relacionadas.

Para promover la integridad del directorio se sugiere tener un número suficiente de directores independientes de la gerencia y de los accionistas de control. Un criterio básico de independencia es que los ejecutivos corporativos no deben ser directores. Conviene también separar el cargo de CEO de la presidencia del directorio.

Deberían reglarse comités del directorio, con mayoría independiente, para atender conflictos de interés, con funciones como supervisar auditores, revisar remuneraciones y controlar transacciones con partes relacionadas. No deberían permitirse directores alternos o suplementarios, que diluyan los incentivos para que todos los directores ejecuten sus deberes en el mejor interés de la compañía y los accionistas.

Todas las empresas deberían desarrollar y hacer conocer a sus accionistas un conjunto de políticas escritas que definan el rol y los procedimientos de trabajo del directorio y sus directores. El documento serviría como guía y como herramienta para la evaluación.

#### **IV-4 “Libro Blanco” sobre Gobierno Corporativo en Asia**

En los negocios asiáticos predominan firmas familiares, como también es característica la diversidad legal y económica de la región. Es usual también, la tendencia de estas firmas a establecer sucursales interconectadas y compañías hermanas. Otra característica es la fuerza de las relaciones informales con los interesados, ya que los principales inversores son usualmente familiares o amigos cercanos. Un desafío para el gobierno corporativo asiático es operar con estructuras más transparentes con los inversores que no son parte de las familias. (OECD, 2003f).

Si bien en muchas jurisdicciones asiáticas pueden observarse normas, regulaciones y leyes que tratan de desarrollar un buen gobierno corporativo, no necesariamente han estado acompañados por mejoras en la implementación y el cumplimiento. Los países de la mesa redonda asiática aún no han convergido hacia los estándares internacionales y las prácticas de

diseminación de información en temas contables, de auditoría y no financieros, de modo de facilitar la transparencia y la comparación de la información entre jurisdicciones.

Los directorios deben mejorar su participación en el planeamiento estratégico, el monitoreo de los sistemas de control interno y en el examen de las transacciones con partes relacionadas.

#### **IV-4-1 Derechos de los accionistas y tratamiento equitativo de los mismos.**

En Asia, las grandes empresas que cotizan están obligadas a contratar un registro independiente para sus acciones. Esta práctica puede tener un efecto substancial en los derechos de los accionistas que participan en las reuniones, y en la distribución de los dividendos, al existir la posibilidad de demoras en las transferencias. Igualmente afectan los derechos de votación, la transferencia de derechos de voto en las asambleas de accionistas.

Los regímenes asiáticos, generalmente proporcionan a cada acción ordinaria un voto, pero también existen en las leyes asiáticas acciones preferidas, con y sin derechos de voto. Las acciones ordinarias de la misma clase conllevan un derecho a prorrata de una porción de los dividendos.

En cuanto a la toma de decisiones, los regímenes asiáticos suelen requerir la aprobación de los accionistas para corregir los documentos “fundacionales”, como estatutos, artículos de incorporación, cambiar los términos, condiciones o derechos relativos de las acciones de la compañía, elegir directores y efectuar transacciones importantes. Típicamente en la región, la mayoría necesaria para la aprobación de cambios fundamentales va desde dos tercios a tres cuartos.

Los regímenes legales en la región suelen proveer reglas de aprobación de transacciones extraordinarias. En algunos casos los accionistas con acceso a información privilegiada no están descalificados para votar la aprobación de transacciones donde existen conflictos de intereses.

Los sistemas legales asiáticos han establecido reglas y leyes para prohibir el “insider trading”. Las sanciones son usualmente bajas. Hacer cumplir las reglas todavía trae problemas debido a la pobre capacidad de coacción y las dificultades para identificar la mala acción. En general, los regímenes legales favorecen a la regulación por sobre la reparación judicial.

La OECD observa que se conocen varias prácticas en Asia para impedir una participación efectiva de los accionistas en asambleas, entre ellas reuniones celebradas en lugares inadecuados o inconvenientes, escasa información de los ítems de la agenda, y numerosas compañías (que comparten accionistas y directores), que programan las reuniones en un mismo día.

La provisión de instrucción formal a los accionistas para el uso de su poder debería ser facilitada. Los reguladores y grupos de protección de accionistas deberían desarrollar un conjunto de reglas y prácticas para asegurar la integridad y la transparencia de los procesos.

Con respecto a los ADR y los GDR, los derechos de propiedad deben ser usados en el mejor de los intereses de sus tenedores en vez de ser transferidos automáticamente a la gerencia. Los reguladores regionales deberían observar que los depositarios y los custodios notifiquen de sus derechos a los propietarios y los ejerciten en concordancia con las instrucciones de estos.

El Estado debe ejercer sus derechos como accionista activamente y en el mejor de los intereses para la compañía. Asia ha atravesado olas de privatización, sin embargo un importante porcentaje de empresas asiáticas permanecen bajo control estatal.

Como en otras regiones, en Asia los regímenes legales uniformemente prohíben la auto contratación abusiva. Pero persisten dos desafíos. Uno es la efectiva diseminación de información

sobre directivos de la compañía que son parte de la transacción, y el otro es asegurar que la contratación con el grupo relacionado tenga lugar sólo cuando sea justo para la compañía.

En Asia implementar derechos igualitarios de los accionistas todavía representa un desafío, y los inversores extranjeros se sienten particularmente vulnerables ante abusos. Por otro lado, muchos sistemas legales han introducido cláusulas para proteger a la gerencia y los miembros del directorio contra los litigios por parte de los accionistas.

#### **IV-4-2 El rol de los interesados en el gobierno corporativo**

En Asia, los derechos de los interesados tienen menos impacto que las normas culturales basadas en el respeto por la antigüedad (seniority), los deberes recíprocos, y las relaciones informales y privadas.

La OECD hace notar que desde que Asia sufrió su crisis financiera en 1997, la mayoría de los países reformaron sus leyes sobre insolvencia, como también sus procedimientos. La tarea más importante de la autoridad pública en cuanto a la protección de los derechos de los acreedores es reforzar la ley. Para tratar los derechos de los acreedores en el futuro, algunas de las tareas más importantes tienen que ver con el establecimiento de leyes de insolvencia comercial, leyes de transmisión fraudulenta, dar a conocer procedimientos de liquidación creíbles, procesos eficientes de transacciones seguras y reformar las prácticas de préstamo.

Las compañías deben desarrollar políticas y procedimientos que promuevan la concientización y la observación de los derechos de los interesados. Para ello los gobiernos deben también introducir protecciones en contra de represalias a los empleados que reporten problemas y abusos. Las compañías deben establecer procedimientos de reparaciones internos para los abusos contra los derechos de los empleados. Los gobiernos y el sector privado deben promover el uso de la mediación y el arbitraje en la mejora de las reparaciones.

Las reparaciones externas ante la violación de los derechos de los interesados son preservadas por cuerpos estatales, incluyendo reguladores y tribunales. El uso de mecanismos de reparación no gubernamentales, como el arbitraje y la mediación, pueden dar la razón a los derechos de los interesados, promoviendo los intereses de la compañía. Estos mecanismos pueden también ofrecer ventajas de privacidad y confidencialidad tan apreciada para la cultura de negocios en Asia.

#### **IV-4-3 Disseminación y transparencia**

Una reforma significativa que han incorporado algunas jurisdicciones asiáticas en el tema, ha sido la introducción de un informe financiero consolidado para grupos corporativos, ya que en muchos países asiáticos los conglomerados dominan el paisaje empresarial, y aquellos, en general, son controlados por familias.

Una comprensiva disseminación también incluye información no financiera, datos esenciales para entender las oportunidades y los riesgos de invertir en una empresa. Se relaciona con los antecedentes y las remuneraciones de los directores y ejecutivos clave, también información acerca de las tendencias y las incertidumbres que afectan a la compañía.

En cuanto a los estándares de disseminación contable, financiera y no financiera, las leyes asiáticas requieren el cumplimiento de los estándares nacionales, que con el tiempo van reflejando aún más las normas internacionales (como IAS, Internacional Accountancy Standards e ISA, Internaciional Standart of Audit).

Una oportuna disseminación es necesaria, pero no suficiente, debiendo estar disponible al mismo tiempo y con la misma facilidad para todos los inversores. Las compañías deben distribuir la información al público a través de varios canales. Un canal a explotar es internet. Este, como otros provistos por las nuevas tecnologías, constituyen oportunidades para un proceso de disseminación eficiente e imparcial.

La contabilidad y la auditoria internacionales en las firmas deben aplicar el mismo estándar ético y profesional entre diferentes mercados. El rol del auditor debe asegurar que las declaraciones financieras producidas por la gerencia y sus contadores internos sean acordes con los principios aplicables. En algunos países de Asia, organizaciones de profesionales auditores toleran amplias variaciones en la interpretación de los estándares contables, por lo que los inversores estarían asumiendo alto riesgo sin saberlo.

Los gobiernos de cada país deben adoptar medidas para asegurar la independencia de los estándares y la transparencia de sus actividades. La independencia de los reguladores es crítica para proteger el mercado y la integridad corporativa. En Asia la baja remuneración relativa de los funcionarios del sector público los hace particularmente vulnerables a la influencia externa.

#### **IV-4-4 Responsabilidades del directorio**

Dado el alto nivel de concentración en la propiedad, en Asia la gerencia y el directorio suelen ser designados por un mismo grupo de accionistas dominantes. En los últimos años los países asiáticos han sufrido cambios en sus estructuras de directorios, con un mayor uso de directores independientes, y una mayor especificidad de dicha “independencia”. Todos los países asiáticos requieren que las compañías que coticen tengan un directorio. Las estructuras que predominan son las de un tramo.

En Asia típicamente, se garantiza al directorio poder general de supervisión sobre la gerencia, y sobre las operaciones de negocios de la compañía. Además, supervisan ciertas funciones de monitoreo y aprueban transacciones extraordinarias. Actúan en casi todas las cuestiones aunque, frecuentemente, pueden delegar sus actividades a comités. Aunque existe una tendencia hacia esta práctica, los países asiáticos divergen en su alcance.

Los directorios en países asiáticos están compuestos por un número relativamente grande de directores (a veces 20 o más), aunque exista una tendencia hacia la reducción, ya que un número así de miembros inhibe tanto la cohesión del grupo, como el monitoreo. Por directores independientes de la gerencia, en Asia se entiende excluir personas relacionadas por sangre o matrimonio, no obstante no se asegura la independencia de los directores por ese hecho simplemente.

La OECD destaca que muchas organizaciones asiáticas han desarrollado educación voluntaria y programas de entrenamientos de directores. Su objetivo no es solamente mejorar las cualidades y el desempeño de los directores actuales, sino expandir la cantidad de candidatos que pueden ser elegidos. Los códigos de conducta pueden también ayudar a una mejor performance, sirviendo para educar tanto a los directores como al público. En Asia, muchos países ya han promulgado códigos de conducta a través de organismos del sector privado o cuerpos de regulación. El sistema legal en el continente establece varios grados de responsabilidad en el accionar de los directores. En algunos casos dicha responsabilidad es colectiva, en otros, individual. Pero, más allá de la estructura de responsabilidades, se considera la severidad del hecho y el grado en el cual la compañía debería responder.

#### **IV-5 Libro Blanco de la OECD sobre Gobierno Corporativo en Rusia**

Las características del Gobierno Corporativo en Rusia se pueden sintetizar en los siguientes puntos (OECD, 2003g):

- 1) Derechos de los accionistas: El primer derecho es el de registro, ha habido muchos escándalos en los cuales algunos accionistas simplemente han sido borrados de los libros. En los últimos años parece que el problema ha ido desapareciendo. Otra violación de los derechos ha sido no permitir a los accionistas la ingerencia en la toma de decisiones, poniendo obstáculos a su participación de la asamblea.
- 2) Trato equitativo: Este punto incluye la protección legal. Hay muchos casos de auto contratación por parte de los gerentes.
- 3) El rol de los interesados: La regulación rusa con respecto a derechos del consumidor y medio ambiente es muy incipiente. Los empleados no participan habitualmente en la toma de decisiones dentro de la empresa.
- 4) Revelación y transparencia: Si bien se tomaron medidas para que la información brindada tenga mejor calidad, muchas empresas llevan dos libros para evadir impuestos. Los auditores externos son despedidos si los informes y estados contables no concuerdan con el deseo de la gerencia. No hay un cuerpo auditor que nucleee a los expertos en auditoria y contabilidad y que genere presión para elevar la calidad de los estándares de revelación de información y mejorar la transparencia.
- 5) La responsabilidad del directorio: El directorio debe ser el principal mecanismo del monitoreo a la gerencia, actuando con lealtad hacia todos los accionistas y siendo capaces de emitir veredictos objetivos. En Rusia las firmas con más de cincuenta accionistas deben elegir un directorio. Dado que el Estado todavía sigue siendo un importante accionista puede usar su influencia para que se formen directorios capaces de cumplir adecuadamente con su deber fiduciario.

#### **IV-5-1 Derechos del accionista y trato equivalente a todos los accionistas**

La nueva ley federal sobre Compañías en Oferta Pública se votó en 2001, aumentando la protección de los derechos de los accionistas. La ley plantea que los accionistas tienen derecho a votar y a que se les paguen sus dividendos, si estos son repartidos por la empresa. Las acciones preferenciales no pueden superar el 25% del capital estatutario. Estas acciones no tienen privilegio en cuanto a cantidad de votos, pero sí a los temas en que puede votar su dueño, que serán definidos en la ley o en el estatuto de la firma. Un accionista con un 2% de acciones tiene derecho a proponer un tema en la asamblea, así como postular candidatos para el directorio. Para llamar a una asamblea extraordinaria se requiere un 10% de los votos. Si bien cualquier accionista puede reclamar en la justicia por cualquier decisión que no haya votado y perjudique sus derechos. Es necesario tener un mínimo del 1% de las acciones con voto para demandar a algún directivo de la propia compañía o de otra que haya realizado una acción que perjudique a la empresa.

Para que se respeten los derechos del accionista, es necesario que la posesión de las acciones esté registrada en los libros de la compañía. La ley no obliga a todas las empresas a que esto se realice, y se han reportado casos de abuso.

Un derecho que ha sido en ocasiones violentado es el de información, sobre todo en la que concierne a la fecha de asamblea o a la agenda que será tratada en la misma. Para lograr que la participación de los accionistas en las asambleas crezca es necesario que se perfeccionen los mecanismos de voto en ausencia, sobre todo si el país quiere inversión extranjera. En Rusia ha

habido casos en donde los requerimientos para que votara un accionista a distancia o su representante han sido tantos o tan difíciles de cumplir que hicieron imposible el voto en ausencia. Es por eso que las regulaciones deberían fijar mecanismos seguros que aprovechen la tecnología, para que el voto a distancia sea más generalizado.

Otro problema informativo ha sido el ocultamiento de cambios en la estructura de control o de propiedad en una compañía. La ley debería establecer una clara responsabilidad por la cual las firmas se vieran obligadas a transmitir a la opinión pública y a los organismos oficiales cualquier cambio en la estructura de mando (OECD, 2003g).

En el caso de compras de paquetes de control, en la ley rusa quedaron establecidas como la adquisición por parte de algún agente de cómo mínimo el 25% del capital de la empresa. Para que esta operación se realice debe aprobarse en una asamblea extraordinaria y en caso de no cumplirse algún requisito, la justicia puede detener la operación. Estas transacciones deben realizarse a un precio justo, determinado por un analista independiente, que tenga la capacidad para hacerlo. Su trabajo no debe ser obstaculizado, siendo esto último responsabilidad del directorio.

El pago de dividendos, cuando se realizan, deben hacerse dentro de un tiempo razonable luego de que la asamblea lo haya votado. Esto evitará que la inflación los afecte de manera significativa.

#### **IV-5-2 El rol de los interesados en el gobierno corporativo**

En Rusia los empleados tienen regulados sus derechos laborales a través de convenios colectivos. La legislación les da a los empleados el derecho a participar en el gobierno de la empresa a través de los sindicatos. Los trabajadores tienen el derecho de ser informados sobre los acontecimientos dentro de la firma y a realizar negociaciones mediante sus representantes en temas que tengan impacto sobre la condición de trabajo. Frente a una conculcación de sus derechos tienen la posibilidad de presentarse a la justicia. Pero esto en la práctica no necesariamente ocurre, debido a la lentitud de la justicia.

En el caso de los acreedores, ellos no tienen el derecho de participar en las asambleas, a no ser que sean también dueños, pero en caso de default, la ley les permite realizar el pedido de quiebra por el cual el poder de control de la empresa cambia. En la práctica han ocurrido abusos en quiebras por parte de los auditores de éstas. Consisten principalmente en desplazar a ciertos accionistas o acreedores, perjudicando sus posibilidades de recuperación del crédito.

#### **IV-5-3 Transparencia y revelación de información**

Desde 1999 por ley se deben publicar en el boletín de la FCSM (Regulador de Valores) los eventos importantes de las empresas que cotizan en bolsa y existe la posibilidad de aquella de multar a las firmas que no cumplieran con esa obligación. Las bolsas de Rusia pueden colocar sanciones, llegando al punto de suspender a la compañía en caso de ser necesario.

Una nueva ley sobre auditoría se adoptó en 2001, tomando en cuenta las pautas de la International Federation of Accountants. Se separó a la auditoría impositiva de aquella que se efectúa sobre la gestión de una compañía. Si bien un puñado de empresas han abierto su política de información, la gran mayoría de las firmas rusas no tienen el contacto internacional como para realizarlo. Bajo estos términos, la OECD aconseja adoptar los estándares que aparecen en International Financial Reporting Standards (IFRS).

El gobierno ruso ha establecido un programa para reemplazar la ley sobre auditoría actual por la internacional en un período de diez años. Este programa tiene tres etapas y abarca a las firmas que operan con capital abierto y a las entidades públicas. En la primera etapa se conciliaron temas sobre impuestos, la segunda se concentró en establecer un ambiente de mercado y un marco legal propicio, y la tercera contempla enmarcar en los estatutos de las empresas públicas a los IFRS.

La OECD considera que las empresas no solamente deberían brindar información financiera, sino también no financiera. Se recomienda brindar voluntariamente información sobre los objetivos de la compañía, los nombres de sus gerentes y directivos con su respectiva remuneración, los acuerdos futuros, las políticas de gobierno y trato a cada uno de los interesados. Se reconoce que hay ciertos datos que deben permanecer confidenciales ya que constituyen secretos comerciales. La información debe ser aprobada por los directivos. En las empresas que cotizan en oferta pública deberían estar acompañados de una carta, firmada tanto por el auditor como por el gerente, que se hagan responsables por la veracidad de la información.

Los auditores tienen un rol principal en la transparencia de la información brindada, por ese motivo deben estar capacitados y ser profesionales. En Rusia muchos auditores considerados “independientes” han caído en acciones fraudulentas. La ley de Auditoría votada en 2001 implica un paso hacia el objetivo de profesionalidad, evitando que los gerentes presionen a los accionistas para elegir como auditor a alguien que no sea independiente. Igualmente la OECD sugiere que debería introducirse en la ley un castigo civil para los auditores que oculten información en sus informes, ya que las multas por los informes falsos no son lo suficientemente altas como para desincentivar las malas prácticas. Para ayudar a mantener la independencia de los auditores y evitar que sean despedidos por no someterse a la voluntad de la gerencia, se ha fijado el requisito que las empresas que cotizan en oferta pública le informen a la FCSM cualquier cambio de auditores. Aquel ente debe estar encargado de controlar que la información sea revelada de manera justa para todos los accionistas por igual, evitando la ventaja informativa que puedan llegar a tener grupos mayoritarios dentro de la empresa. Otra tarea es la de verificar que los informes salgan a la luz en un plazo razonable. Este punto debe enfatizarse en las empresas que cotizan en oferta pública y que puedan generar un cambio en la cotización. Si bien es una responsabilidad de la empresa brindar los datos necesarios, la FCSM debe asegurarse que se den de manera imparcial. Para ello puede usarse nueva tecnología de mayor acceso. Un buen ejemplo puede ser una página web, donde varios usuarios pueden obtener informes a un bajo costo.

#### **IV-5-4 Responsabilidad del directorio**

Según la nueva Ley de Oferta Pública, todas las compañías que tuvieran un mínimo de 50 accionistas deben poseer un directorio comandado por un presidente. En caso de que el directorio sea unipersonal, tal persona será el presidente. La ley también establece que debe haber una comisión que controle y que deberá presentar un informe anual en la asamblea general que también se realiza una vez por año. En esta asamblea se votarán los directores el año siguiente sin restricción de reelección. La votación se realizará entre todas las personas que posean como mínimo un 2% de las acciones, y en caso de tener mil accionistas o más, la empresa debe realizar la elección mediante acumulación de votos. En el caso de que se quiera reemplazar a un integrante del directorio antes de que se cumpla el período de mandato, y haya sido elegido con el procedimiento mencionado, debe reemplazarse todo el directorio. Las empresas que no cumplan los requerimientos mínimos que la ley dictamina, tienen libertad de elección ya sea tanto en tener o no directorio, como en su manera de nombrarlo.



Si una firma posee 1000 accionistas, su directorio debe tener 7 miembros, mientras que si posee 10000 accionistas el número de directores se eleva a 9 por ley. La participación de la gerencia en el directorio está limitada, ya que el CEO no puede ser el presidente de aquél y además los miembros del cuerpo gerencial no pueden ocupar más del 25% de los puestos, que están abiertos a terceros, inclusive empleados.

De acuerdo a la ley, las funciones del directorio son tanto de procedimiento, como de decisión. En cuanto a procedimiento, las facultades incluyen proponer la agenda de la asamblea general, como aprobar los registros e informes. Respecto a la toma de decisiones, el directorio tiene responsabilidad para determinar áreas de trabajo de la empresa, políticas de dividendos, aprobar las grandes transacciones (definidas como mayores al 25% de capital), aprobar recompra de títulos y determinar su valor en caso de emisión.

El directorio debería representar a todos los accionistas por igual. En la práctica los directores suelen ser fieles con quienes los eligieron, sesgando sus decisiones. Dado que la ley requiere que los directivos obren a favor de todos los accionistas de una manera justa y razonable, cualquier accionista con un 1% de las acciones puede accionar legalmente en contra de un director que haya tomado una mala decisión.

La definición legal de un directivo independiente es la de aquel persona que en los últimos años no ha sido un gerente de la compañía o una persona relacionada con ésta. Esta definición es muy estrecha.

Las empresas deberían fortalecer, a juicio de la OECD, el funcionamiento del directorio mediante el uso de comités, sobre todo en auditoria, nominación y remuneración. La ley no especifica que se deben formar comités para dichas tareas, pero un mayor uso de comités permitirá aumentar la eficiencia del directorio, especializando a sus miembros.

Es necesario que el directorio esté provisto con la información necesaria para cumplir sus tareas. Hay ocasiones en que esto no sucede, ya que se le presentan informes a última hora. La información financiera es crítica, pero también son necesarios todos aquellos datos que tengan que ver con el funcionamiento corporativo, como aquellos que impliquen riesgos potenciales.

#### **IV-5-5 Implementación y aplicación**

La mayoría de las regulaciones y leyes rusas han sido mejoradas, a juicio de la OECD, durante los últimos años, sin embargo la implementación de algunas leyes es deficiente. Hay que sumarle la inconsistencia de ciertas leyes que crean confusión en materia de autoridades e interpretación de la ley. La justicia ha tenido problemas debido al rápido crecimiento de los litigios comerciales y cambios en las leyes. Estos cambios son difíciles de implementar por falta de capacitación y experiencia. Se establece así una brecha entre la ley y la práctica.

La capacidad del sistema judicial debe ser fortalecida para el trato efectivo de las disputas comerciales. Los jueces deben estar bien remunerados de manera que no tengan incentivos a acciones fraudulentas. Deberían ser dados a los jueces capacitación y entrenamiento sobre temas económicos. No se descarta formar tribunales especiales que traten sólo estos casos. La publicación de las sentencias facilitaría la interpretación de la ley, sobre todo si se utilizan medios electrónicos y masivos.

El uso de mecanismos de mediación privados deberían ser mejorados, ya que éstos reducen los costos y a la vez, aceleran el sistema judicial.

El FCSM debería tener los recursos necesarios, dada la amplia gama de funciones que tiene que cumplir, tanto de monitoreo como de regulador. Necesita de personal capacitado e independiente que realice de manera efectiva las tareas requeridas. Para poder llegar a ello, la

capacitación es fundamental y una buena manera de lograrlo es con convenios de colaboración con otras entidades de las mismas características para que compartan sus experiencias.

Las asociaciones profesionales deben enfocarse en brindar servicios de capacitación a sus socios. A la vez pueden dedicar esfuerzo para elaborar proyectos de regulación que puedan ser tomados en cuenta en el futuro.

#### **IV-6 Libro Blanco de la OECD sobre Gobierno Corporativo en Europa del Este**

En los países de Europa del Este las leyes están a la altura del resto del mundo, pero en la práctica hay problemas de aplicación (OECD, 2003h).

##### **IV-6-1 El rol de los interesados**

En estos países la relación empleado-empresa es compleja. En muchas privatizaciones se les dieron acciones a los empleados. Pero ellos no conocen como ejercitar sus derechos como accionistas. Uno de los objetivos de la transición es de cambiar de empresas con un concepto social donde hay muchos involucrados sin claridad, a una organización privada.

Los gerentes y los directivos deben familiarizarse con las leyes de responsabilidad social, sobre todo derecho laboral, condiciones de salud y seguridad, la ley de quiebras y las leyes ambientales. Es recomendable además que se generen códigos internos de conducta tomando en cuenta disposiciones internacionales para generar prestigio en la compañía, con especial atención a llenar las posibles zonas grises en la regulación local.

En los países de Europa del Este hay diferentes tipos de trato con los empleados. En algunos los trabajadores tienen derechos de participar de las decisiones y en otros no. A juicio de la OECD, sea cual sea la legislación, las empresas deberían tratar las decisiones con los grupos afectados. Ello genera un clima de causa común, y evita problemas en el futuro. Esto no implica que los empleados participen en la toma de decisiones: hay que diferenciar la información, la consulta, y la toma de decisión. Las dos primeras son las recomendables y deberían hacerse de manera voluntaria. La última queda a consideración de cada firma.

En caso de haber una conculcación de los derechos del trabajador, estos deben tener la posibilidad de denunciar el hecho sin temor a represalias. Según la OECD, se debe proteger a las personas que denuncien malas prácticas. Deben generarse mecanismos de denuncia, que pueden incluir mediación de un tercer agente para garantizar que el derecho del trabajador sea respetado y no desacreditar la denuncia.

Los acreedores son una parte indispensable para la empresa, sobre todo en situaciones donde el mercado de capitales no está tan desarrollado, como es el caso de estos países. Pero en materia legal, la defensa del acreedor es muy débil. Deberían generarse y mejorar los medios de mediación privada, actualmente poco efectivos. Esto ahorraría los grandes costos que genera un litigio.

Las leyes de bancarrota se han adoptado recientemente, pero por un posible efecto social adverso se ha retrasado el establecimiento de adecuados procedimientos. Esto solo beneficia a los deudores. Sigue siendo un tema pendiente, ya que existen grandes empresas deudoras que representan una gran parte del empleo en estos países. Alternativamente, se pueden examinar los indicadores de insolvencia. Cuando estos demuestren que la empresa está en problemas, se debería armar un equipo entre los acreedores y la empresa para implementar políticas que permitan salvarla. En caso de que no se puedan salvar, recién ahí se pediría la quiebra para que los inversores puedan recuperar parte de sus activos. Para que se lleve a cabo la quiebra la justicia

debe ser entrenada, y deben designarse tribunales específicos. Debe asegurarse que el procedimiento no sea abusivo, ya que tanto gerentes como acreedores se pueden poner de acuerdo para vaciar a una empresa.

#### **IV-6-2 Revelación y transparencia en la información**

En los países analizados es un gran problema, ya que se basan en regulaciones nacionales de auditoría, distantes de estándares internacionales, si bien las bolsas han intentado elevar su nivel de exigencia. Pero aún es grave la falta de información que brindan las empresas, hasta la básica como el balance anual. Para tratar éste problema, el gobierno puede generar normas, a la vez que motivar en los empresarios un cambio de actitud sobre el tema. Antiguamente, la contabilidad servía sólo para calcular los impuestos, mientras que la información era una herramienta de la administración central para planeamiento.

Las normas contables suelen diferir de las internacionales. Estas permiten que se escondan pérdidas en los inventarios, y son discutibles los criterios de amortización. Además falta revelación de información en temas impositivos y ambientales. Si bien hay un intento de mejorar esta situación y tratar de adoptar los International Financial Reporting Standards, aún queda mucho camino por recorrer en todos los países.

Las auto contrataciones representan el mayor abuso que sufren los accionistas minoritarios. Generalmente estas operaciones involucran a conglomerados controlados por los gerentes o por algún grupo accionista mayoritario. Para evitar que dichos contratos se tornen abusivos, es necesario transparencia en los intereses privados en la negociación. Los accionistas deben poder tener acceso a los balances y a la información a un costo razonable, y la responsabilidad de que esto se cumpla recae en las bolsas, los reguladores, los registros y la empresa misma. Los gerentes y directivos deben especificar en el balance anual cuál es su participación en esa y otras compañías con capital abierto. Las empresas tienen una posición privilegiada para investigar su propia composición de dueños, viendo como se relacionan éstos entre sí, y tomando nota de los cambios. Esta información debe aparecer en el balance anual, y debe ser monitoreada por los reguladores y las bolsas.

La información relevante debe darse en tiempo y forma, y no debe ser manipulada. Si se posee información relevante que pueda llegar a generar un cambio en el precio de la acción, debe publicitarse, evitando el uso de información privilegiada por ciertos grupos. Generalmente esto no sucede y los datos que puedan servir de base para la toma de decisiones por parte de los inversores son difíciles de adquirir. Se debe dictar regulación que evite estas prácticas. En ella se puede especificar una lista de acontecimientos que deban ser informados, así como el medio que se debe utilizar. Las empresas deberían tener sus propios medios para dar a conocer informes. Ciertos datos son secretos comerciales y deberían permanecer de manera confidencial. Las Bolsas deberían determinar una manera de lograr que la información que brindan las empresas se disemine de manera eficiente, ya sea mediante el uso de publicaciones diarias, la prensa, su página web o en el recinto.

Las empresas deben asegurarse que se dé información respecto a: nominación de gerentes y directores, objetivos a corto y largo plazo, remuneración de los gerentes y directivos, informes de auditorías, factores de riesgo, política de gobierno corporativo, cuestiones significativas a los interesados y transacciones con grupos relacionados.

Para poder ayudar al directorio se recomienda un comité de auditoría, que debe tener el control del monitoreo de los auditores externos, evaluándolos y recomendándolos, tanto para su contratación como despido, decisión que se tiene que tomar en conjunto con el directorio. Este

comité también se tiene que encargar de que todos los informes cumplan con las regulaciones y leyes actuales. La garantía que los auditores externos sean independientes corresponde a ese comité. Abarca la entrega a los auditores de toda la información que necesiten por ley sin mayor inconveniente. Por último, la gerencia y los directivos deben respaldar la información enviando una carta firmada junto con el informe anual a los accionistas.

Las compañías en Europa del Este cumplen con los requerimientos de proveer la información según la ley, pero el acceso a aquella es muy dificultoso. No se utilizan medios de comunicación masivos y de bajo costo, haciendo que el acceso a los datos por parte de los accionistas externos o de las minorías internas sea muy costoso. Siguiendo el ejemplo de ciertos reguladores, se podría armar un medio de comunicación electrónico que contenga toda la información brindada a la bolsa y que es requerida para la toma de decisión. Un medio seguro podría hacer que se provea de manera selectiva información no publicada. Esto no reemplaza a los medios existentes sino que se añade a ellos. El uso de esta tecnología permitirá llegar a todos por igual y al mismo tiempo.

Debe mejorarse la regulación que comprende a la contabilidad ya que esta es muy pobre. Hay que considerar la contabilidad como un bien público. Debería ser brindada ayuda técnica internacional, sobre todo en materia de control del proceso contable. El sistema judicial debe garantizar el accionar de los auditores y sobre su independencia, evitando que sean presionados por los gerentes.

Un auditor independiente debe ser obligatorio para todas las empresas con capital abierto. Esta independencia debe estar definida en las regulaciones. Si los estándares internacionales no son alcanzados, las leyes locales pueden usarse como guía. Si existiese algún conflicto de intereses entre el auditor y la empresa, debe ser comunicado al Comité de Auditoria para que éste tome una decisión al respecto.

#### **IV-6-3 Responsabilidades del directorio**

Establecer directorios eficientes en una economía en transición es difícil, ya que antes sus funciones las cumplían ministros o asambleas de trabajadores. Lograr directorios efectivos es esencial para proteger a los accionistas minoritarios, sobre todo en un contexto donde los gerentes se han hecho con el poder de la empresa, en ocasiones, generando abusos y expropiando activos.

Pocos países tienen regulaciones que especifiquen la estructura del directorio, su composición y funcionamiento, así como los requerimientos legales para que aquel sea independiente. En algunos países, las normas existen pero no son obligatorias, haciendo que algo tan importante quede a voluntad de la compañía.

La diferencia entre el rol de los gerentes y de los directivos no está bien clara. Para separar las tareas, puede ser recomendable que las corporaciones definan las funciones en el estatuto, por ejemplo. Las funciones del directorio son monitorear a la gerencia, establecer la guía estratégica y rendir cuentas a los accionistas. Estas funciones son tanto de dirección como de control. Un plan facilitaría la ejecución de estas tareas. En cuanto al control de la gerencia, el directorio se encarga de contratar y despedirlos. Para la función de rendir cuentas es indispensable la independencia del directorio para asegurar una información veraz y sin influencia de grupos mayoritarios. Las responsabilidades del directorio deben estar definidas, y se deben poner castigos severos en caso que no se cumplan, de manera disuasiva. Tanto los miembros ejecutivos como no ejecutivos deben ser sancionados, ya que ambos son responsables. La sanción puede variar, teniendo en cuenta que el acceso a la información es distinto.

Existen en la realidad muy pocos miembros independientes en los directorios de Europa del Este: la composición del directorio generalmente revela la estructura de propiedad de la compañía. Los accionistas minoritarios no están representados, a la vez que generalmente hay un miembro del Estado.

A las compañías grandes les puede ser útil formar comités en el directorio que ayuden en ciertas funciones. Si bien está recomendado para grandes empresas, cualquiera lo podría hacer. Las ventajas son poder identificar quién es capaz de realizar cada tarea de mejor manera, haciendo que se gane en eficacia, se solucionen conflictos de interés y se enfatice la importancia de ciertas funciones del directorio. En el caso de que se decida formar comités, deben aclararse sus funciones, responsabilidades y composición. Es importante que sus integrantes sean miembros no ejecutivos para evitar conflictos de interés. Debe haber un comité de remuneración que analice las políticas de salarios, tanto al CEO como a los demás gerentes, determinando los pagos de incentivos, en caso de haberlos.

Uno de los problemas que tienen los directores, especialmente los que no son ejecutivos, es el acceso a la información en tiempo y forma. La información necesaria es responsabilidad de la gerencia. Los miembros no ejecutivos deben tener un contacto permanente con los ejecutivos, para evitar que haya asimetría de información. Este será un punto importante a tener en cuenta cuando se evalúe el desempeño del directorio en la asamblea general. Los directores deben poder contactarse con los empleados en todo momento y poder tener un medio para chequear la información que se les brindó.

#### **IV-6-4 Implementación y aplicación**

La mayoría de los países de Europa del Este han tenido dificultades frente al crecimiento de los litigios comerciales durante el período de transición. Falta de entrenamiento e inexperiencia han sido constantes problemas. Fortalecer el sistema judicial en materia de disputas comerciales es esencial para la reforma del gobierno corporativo. Garantías de independencia, entrenamiento de abogados y jueces en procedimiento comercial y quiebra, buena remuneración para desincentivar malas prácticas, mayor especialización, mecanismos para evitar la corrupción y que las sanciones y dictámenes se hagan públicos son puntos clave en la agenda de la reforma. Mecanismos de mediación para evitar altos costos frente a una disputa, deberían ser accesibles para los accionistas. Los podrían proveer las bolsas u otras entidades relevantes. Es más veloz que el sistema judicial y puede resultar más efectiva. Aunque estos métodos estén generalizados para disminuir costos colectivos, no reemplazan al sistema legal.

## V Conclusiones

El trabajo se estructuró en cuatro capítulos antes de este de conclusiones, que se ocuparon respectivamente de una discusión de los problemas, realizar un examen a la literatura sobre gobierno corporativo, mirar la evolución reciente del gobierno corporativo en el mundo y en Argentina, y comentar los “Principios” y “Mesas redondas regionales” de la OECD.

Sintéticamente se definió al gobierno corporativo como un sistema de instituciones o mecanismos que inducen incentivos en firmas privadas que hacen oferta pública de su capital para el reparto de los beneficios entre todos los interesados, y restringen la discreción sobre tal distribución, en presencia de información asimétrica y contratos incompletos. Dichas instituciones y mecanismos procuran resolver conflictos de intereses y de hacerlo, bajan el riesgo para los inversores y acreedores de la firma.

El mundo conviven a nivel empírico dos grandes modelos de gobierno corporativo. El de Outsiders/capital atomizado/control por el mercado, que predomina en Estados Unidos y el Reino Unido, cuyo problema principal es el de agencia entre accionistas y gerencia. El otro modelo, es el de Insiders/capital concentrado/control por relaciones, difundido en el Resto del Mundo. Su principal problema parece ser el de potencial expropiación entre accionistas controladores y minoritarios.

Del examen de la literatura se concluyeron los principales temas abordados, y se determinó la virtual inexistencia de análisis semejantes al aquí propuesto.

Varias razones se han acumulado para hacer este tema tan relevante. Hubo una ola de privatizaciones en las últimas dos décadas, también en muchos países se hicieron reformas de pensiones y aumentó el ahorro contractual. En Estados Unidos tuvo lugar una ola de capturas en los 1980s, que motivó interés por estudiar su rol disciplinador. Contemporáneamente, se produjo la desregulación e integración de los mercados de capitales, y se difundieron inversiones de alcance global. La crisis asiática de 1997, desnudó problemas de gobierno corporativo en los países emergentes. Lo más reciente fueron los escándalos corporativos en Estados Unidos, que dieron otro impulso al estudio del tema.

Las tendencias regulatorias internacionales han ido en dos direcciones. Por un lado, el dictado de Normas blandas (códigos de buenas prácticas, locales y promovidos por organismos internacionales. Ejemplos: Cadbury Report en el Reino Unido, Informe Winter de la Comisión Europea, Principios de la OECD), generalmente indicativas, y a nivel de los países reformas legislativas (Ley Sarbanes Oxley, Decreto 677) de alcance obligatorio.

La ley Sarbanes-Oxley tenía como objetivo proteger a los inversores, mejorar la exactitud y confiabilidad de la información que las sociedades cotizadas están obligadas a divulgar en cumplimiento de las normas de oferta pública.

Pero los costos de implementación de los mayores requerimientos de auditoria se han revelado altos. Un cálculo reciente debido a Zhang (The Economist, 31 de mayo de 2005), calcula una pérdida de capitalización imputable a los eventos del tratamiento legislativo de U\$S 1,4 billones. Las compañías han pagado más de lo estipulado en concepto de auditoria en U\$S 2,4 millones promedio durante 2004. Los costos indirectos incluyen la posible menor toma de riesgo en la economía, así como el retiro de oferta pública de muchas empresas.

El gobierno corporativo en Argentina antes de 1991 puede caracterizarse como uno de estructura de propiedad concentrada, con muchas empresas familiares. Normalmente, los directores son propios, del grupo de control. Hubo muchos ceses de cotización, los takeovers fueron generalmente amistosos y raramente se pagaron dividendos en efectivo. Hubo una total

ausencia de emisiones de bonos entre 1913 y 1990. Las empresas cotizantes cayeron un 80% entre 1960 y 2005.

En la década de los 1990s hubo normas trasplantadas de sociedades con Common Law, y desde 2000 las reformas se concentraron en el derecho del mercado de valores. El Decreto 677/01 incorporó cambios importantes: nuevas responsabilidades a los directores, normas sobre independencia de directores y auditores externos y sanciones. Las sociedades anónimas en oferta pública fueron establecidas como una categoría con trato especial de sociedades abiertas. El Decreto regula conductas antijurídicas propias como insider trading, manipulación y fraude de mercado, así como responsabilidad por prospecto defectuoso. También generó un régimen optativo de OPAs (al que el 75% de las firmas cotizantes han elegido no adherir), valuación por recompras en el mercado, obligatoriedad de constituir un Comité de Auditoria con directores independientes, y colocó mayores responsabilidades de los directores, sin llegar a las penalidades draconianas de la Ley Sarbanes-Oxley.

Los Principios y Mesas Redondas Regionales de la OECD han ejercido importante influencia intelectual y de diseño de políticas. Los Principios fueron aprobados en 1999, y desde entonces son una referencia internacional. Se han organizado cinco mesas redondas regionales (América Latina, Rusia, Europa Sudoriental, Asia Oriental y Eurasia), y se han producido Libros Blancos, elaborados para cada zona, atendiendo especificidades regionales.

## **Bibliografía**

Acemoglu, Daron y Andrew Newman (2002). "The labor market and corporate structure". *European Economic Review* 46, pp. 1733-1756

Aganin, Alexander y Paolo Volpin (2003). *History of Corporate Ownership in Italy*. Finance Working Paper N° 17/2003. European Corporate Governance Institute. March.

Apreda, Rodolfo (2001). *Corporate Governance in Argentina. The Outcome of Economic Freedom (1991-2000)*. *Corporate Governance, An International Review*, Volume 9, Number 4. October

Apreda, Rodolfo (2002). *How Corporate Governance and Globalization Can Run Afoul of the Law and Good Practices in Business: The Enron's Disgraceful Affair*. Working Paper Series, No 225. Universidad del CEMA, October.

Apreda, Rodolfo (2003). *The Semantics of Governance (The Common Tread Running Through Corporate, Public, and Global Governance)*. Working Paper Series, No. 245. Universidad del CEMA, September.

Apreda, Rodolfo (2004). *Governancia del sector público y del sector privado*. La ley, martes 3 de agosto. Año LXVIII, N° 148

Apreda, Rodolfo (2004). *Enhancing Corporate Governance With One- and Two-Tiered Convertible Preferred Stock*. Working Paper Series, No. 260. Universidad del CEMA, April.

Arya, Anil, Jonathan Clover y Shyam Sunder (2002). *Are Unmanaged Earnings Always Better for Shareholders?* Yale ICF Working Paper No. 02-37. Yale International Center For Finance.

Baker, George, Robert Gibbons y Kevin Murphy (1997). *Implicit Contracts and the Theory of the Firm*. Working Paper 6177. National Bureau of Economic Research. Cambridge MA, September.

Batyuk, Oleg (2002) *Shareholder Meeting and Voting Procedures. Shareholder Rights, Equitable Treatment and the Role of the State*. 3° Meeting of the Eurasian Corporate Governance Roundtable. OECD.

Bebchuk, Lucian y Alma Cohen (2003). *Firms' Decisions Where to Incorporate*. Discussion Paper No. 351. Harvard John M. Olin Center for Law, Economics, and Business.

Bebczuk, Ricardo (2005a). *Política de dividendos en Argentina, 1996-2003*. CEF.

Bebczuk, Ricardo (2005b). *Corporate Governance and Ownership: Measurement and Impact on Corporate Performance in Argentina*. XLI Congreso Anual Asociación Argentina de Economía Política (AAEP).

Becht, Marco, Patrick Bolton y Ailsa Roell (2002). *Corporate Governance and Control*. Finance Working Paper N° 02/2002. European Corporate Governance Institute. October.



Beiner, Stefan, Wolfgang Drobetz, Markus Schmid y Heinz Zimmermann (2004). An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation – Evidence from Switzerland. Finance Working Paper No. 34/2004. European Corporate Governance Institute. January.

Bergen, Lara (2005). The Sarbanes-Oxley Act of 2002 And Its Effects on American Business. Financial Services Forum. College of Management. University of Massachusetts Boston.

Berglof, Erik y Ernst-Ludwig von Thadden (1999). The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transition and Developing Countries. Working Paper 263. June.

Berglof, Erik y Stijn Claessens (2004). Corporate Governance and Enforcement. Policy Research Working. Paper No.3409. The World Bank

Biriuk, S.O. (2002). Registration of Shareholders at General Meeting: Problems and Violations of Shareholders Rights. Shareholder Rights, Equitable Treatment and the Role of the State. 3<sup>o</sup> Meeting of the Eurasian Corporate Governance Roundtable. OECD.

Blume, Daniel y Charles Omar (2005). Corporate Governance: A Development Challenge. Policy Insights No. 3. OECD.

Bohren, Oyvind y Bernt Arne Odegaard (2003). Governance and Performance Revisited. Finance Working Paper N° 28/2003. European Corporate Governance Institute. September.

Bradley, Michael, Cindy Schipani, Anant Sundaram y James Walsh (2000). The Purposes and Accountability of the Corporation in Contemporary Society: Corporate Governance at a Crossroad. Law and Contemporary Problems. Vol. 62, No. 3.

Bris, Arturo y Christos Cabolis (2002). Corporate Governance Convergence By Contract: Evidence From Cross-Border Mergers. Yale ICF Working Paper No. 02-32. Yale International Center For Finance.

Brogi, Ricardo y Santella, Paolo (2003). Two new measures of Bankruptcy Efficiency. Paper to be presented at the 2003 Annual Conference of the European Association of Law and Economics (EALE).

Caprio, Gerard, Luc Laeven y Ross Levine (2004). “Governance and Bank Valuation”. Policy Research Working Paper 3202. The World Bank. February.

Carlstrom, Charles y Timothy Fuerst (1997). Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations: A Computable General Equilibrium Analysis. The American Economic Review. Vol. 87, No. 5. December, 893-910.

CEF(2005). El gobierno corporativo en Argentina. Nota de Política # 5. Buenos Aires, julio.

Chisari, O y G. Ferro (2006). “Ganancias y pérdidas de difundir estándares más exigentes de gobierno corporativo. Análisis para la Argentina usando un Modelo de Equilibrio General

Computado”. Preparado para la “Conferencia Internacional Modelos y Simulación en Economía y Administración”, Universidad Nacional del Sur. Bahía Blanca, 27 al 29 de septiembre de 2006.

Chisari, O y G. Ferro (2006). “Gains and Losses of Adopting New Standards of Corporate Governance. A CGE Appraisal For the Case of Argentina”. Paper prepared for “One-day Workshop on Corporate Governance, Regulation and Development”, University of Manchester, 17th November 2006.

Claessens, Stijn (2003). Corporate Governance and Development. Focus 1: Corporate Governance and Development. World Bank, Washington.

Claessens, Stijn y Daniela Klingebiel (1999). Alternative Frameworks for the Provision of Financial Services. Economic Analysis and Country Experiences. The World Bank.

Claessens, Stijn y Joseph Fan (2002). Corporate Governance in Asia: A Survey International Review of Finance 3:2, June, 105-129.

Claessens, Stijn, Leora Klapper (2002). Bankruptcy Around the World. Policy Research Working Paper Series. The World Bank

Claessens, Stijn y Luc Laeven (2003). Financial Development, Property Rights, and Growth. Journal of Finance Vol. LVIII, No. 6. December.

Claessens, Stijn, Daniela Klingebiel y Sergio Schmukler (2002). Explaining the Migration of Stocks from Exchanges in Emerging Markets to International Centers. CEPR Working Paper 3301.

Claessens, Stijn, Simeon Djankov y Gerhard Pohl (1996). Ownership and Corporate Governance: Evidence from the Czech Republic. Presented at the International Symposium on Capital Markets and Enterprise Reform in Beijing. November.

Claessens, Stijn, Simeon Djankov y Larry Lang (2000). The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. Journal of Financial Economics, 58 (1-2), 81-112.

Claessens, Stijn, Simeon Djankov y Leora Klapper (2003). Resolution of Corporate Distress in East Asia. Forthcoming Journal of Empirical Finance

Claessens, Stijn, Simeon Djankov y Tatiana Nenova (2001). Corporate Risk around the World. In: Reuven Glick, Ramon Moreno and Mark Spiegel (eds), Financial Crises in Emerging Markets, Cambridge University Press 305-338.

Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Joseph Fan y Larry Lang (2001). When Does Corporate Diversification Matter to Productivity and Performance? Evidence from East Asia. Forthcoming Pacific-Basin Finance Journal Vol. 11.

Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Joseph Fan y Larry Lang (1999). Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia. World Bank Working Paper. Washington, February.

Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Joseph Fan, y Larry Lang (2002). Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. Forthcoming Journal of Finance.

Claessens, Stijn y Simeon Djankov (1998). "Managers, Incentives and Corporate Performance: Evidence from the Czech Republic". Policy Research Working Paper. The World Bank. May.

CRA International (2006). Sarbanes-Oxley Section 404 Costs and Implementation Issues: Spring 2006 Survey Update.

Cremers, Martijn y Vinay Nair (2004). Governance Mechanisms and Equity Prices. Working Paper No. 03-15. Yale International Center for Finance (ICF).

Crespi-Cladera, Rafel y Luc Renneboog (2003). Corporate Monitoring by Shareholder Coalitions in the UK. Finance Working Paper N° 12/2003. European Corporate Governance Institute. February.

Denis, Diane y John McConnell (2003). International Corporate Governance. Finance Working Paper No. 05/2003, January. European Corporate Governance Institute (ECGI).

Dittmann, Ingolf y Ernst Maug (2003). Lower Salaries and No Options: the Optimal Structure of Executive Pay. Finance Working Paper No. 32/2003. European Corporate Governance Institute. November.

Djankov, Simeon, Edward Glaeser, Rafael La Porta, Florencio López de Silanes y Andrei Shleifer (2003). The New Comparative Economics. Working Papers YSM355. Yale School of Management. May

Edlin, Aaron y Benjamin Hermalin (1997). Contract Renegotiation in Agency Problems. Working Paper 6086. National Bureau of Economic Research. Cambridge MA, July.

FMI (2005). Global Financial Stability Report. World Economic and Financial Service. IMF, June

Franks, Julian, Colin Mayer y Stefano Rossi (2003). Ownership: Evolution and Regulation. Mimeo

Fremond, Olivier y Mierta Capaul (2002). The State of Corporate Governance: Experience from Country Assessment. World Bank Policy Research Working Paper 2828. Washington, June.

Fretes, Guillermo (2005). Questionnaire on the Key Issues in the Latin America White Paper. Mimeo. Buenos Aires, Julio.

Gentile, Mary (2005). Training Managers for the Future. En Economic Perspectives. February. US. Department of State. Bureau of International Information Programs.

Ginsburgh, V. y M. Keyzer (1997). "The Structure of Applied General Equilibrium Models" MIT Press, Cambridge, Massachusetts.

Goergen, Marc, Miguel Manjon y Luc Renneboog (2004). Recent Developments in German Corporate Governance. Finance Working Paper No. 41/2004. European Corporation Governance Institute. May.

Gordon, Kathryn (2001). The OECD Guidelines and other Corporate Responsibility Instrument: A Comparison. Working Paper on International Investment Number 2001/5.

Gordon, Kathryn y Maiko Miyake (1999). Deciphering Codes of Corporate Conduct: A review of their Contents. Working Paper on International Investment 1999/2.

Gordon, Kathryn y Maiko Miyake (2000). Business Approaches to Combating Bribery: a Study of Codes of Conduct. Working Paper on International Investment 2000/1.

Gugler, Klaus, Dennis Mueller y B. Burcin Yurtoglu (2003). Corporate Governance and the Returns on Investment. Finance Working Paper N° 06/2003. European Corporate Governance Institute. January.

Gifford, Richard and Harry Howe (2004). Regulation and Unintended Consequences: Thoughts on Sarbanes Oxley. The CPA Journal on Line. NY Societies of CPAs. June.

Gutiérrez Urtiaga, María (2004). El gobierno de las empresas desde la perspectiva del análisis económico. Banco de España, Estabilidad Financiera No. 4.

Guy, Marie-Laurence, Stilpon Nestor y Takahiro Yasui (2000). The Relevance of Corporate Governance to Eurasian Transition Economies. Presentado en la Eurasia Corporate Governance Roundtable. October.

Hart, Oliver y John Moore (1999). On the Design of Hierarquies: Coordination versus Specialization. Working Paper 7388. National Bureau of Economic Research. Cambridge MA, October.

Hauser, Samuel y Beni Lauterbach (2004). The Value of voting Rights to Majority Shareholders: Evidence from Dual Class Stock Unifications. Finance Working Paper N° 33/2004. European Corporate Governance Institute. January.

Haworth, Hugh (2002). Regional Corporate Governance Enforcement Efforts. Shareholder Rights, Equitable Treatment and the Role of the State. 3º Meeting of the Eurasian Corporate Governance Roundtable. OECD.

Hermalin, Benjamin y Michael Weisbach (2001). Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. Working Paper 8161. National Bureau of Economic Research. Cambridge MA, March.

Hirota, Shinichi y Kohei Kawamura (2002). What Makes Autonomous Management Do Well?: Corporate Governance Without External Controls. Yale ICF Working Paper No. 02-22. Yale International Center For Finance.

Holmstrom, Bengt y Steven Kaplan (2003). The State of US Corporate Governance: What's Right and What's Wrong? Finance Working Paper No. 23/2003. European Corporate Governance Institute. September.

IDEA (2004). Workshop sobre Comité de Auditoria. Instituto para el Desarrollo Empresarial de la Argentina. Buenos Aires, abril.

Jensen, Michael (2000). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. In M. Jensen, A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims and Organizational Forms. Harvard University Press, December.

Jensen, Michael (2000). Value Maximization and the Corporate Objective Function. Working Paper 00-058. Harvard Business School.

Jensen, Michael y Jerold Warner (2000). The Distribution of Power Among Corporate Managers, Shareholders, and Directors. Negotiation, Organization and Markets Research Papers. Harvard NOM Research Papers. December.

Jensen, Michael, Kevin Murphy y Eric Wruck (2004). Remuneration: where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them. Finance Working Paper No. 44/2004. European Corporate Governance Institute. July.

Jesover, Fianna y Kirkpatrick, Grant (2004). The Revised OECD Principles of Corporate Governance and their Relevance to Non – OECD Countries.

Kaplan, Steven y Per Stromberg (2000). Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts. The Center for Research in Security Prices Working Paper No. 513. University of Chicago, Graduate School of Business.

Kirkpatrick, Grant (2003). La reforma a los Principios de la OECD y su aplicación en América Latina. Speech given to Seminario Internacional Bogota. OECD (15099793)

Krakovsky, Alexander (2002). Corporate Governance Upside-Down. How the pieces (and lemons) fit after the mass privatization. Shareholder Rights, Equitable Treatment and the Role of the State. 3<sup>o</sup> Meeting of the Eurasian Corporate Governance Roundtable. OECD.

Kumar, Krishna, Raghuram Rajan y Luigi Zingales (1999). What Determines Firm Size?. NBER Working Papers 7208. National Bureau of Economic Research. July.

Lannuti, Juan Carlos y Carlos Oteiza Aguirre (2005). Carta de la Cámara de Sociedades Anónimas a Laura Attack Coordinadora de Proyecto de la División de Asuntos Corporativos de la OECD. Septiembre 13.

La Porta, Rafael, Florencio López de Silanes y Andrei Shleifer (1998). Corporate Ownership Around the World. Working Paper 6625. National Bureau of Economic Research. Cambridge MA, June.

La Porta, Rafael, Florencio López de Silanes y Andrei Shleifer (2003). What Works in Securities Laws?. NBER Working Paper No. 9882. National Bureau of Economic Research.

La Porta, Rafael, Florencio López de Silanes, Andrei Shleifer y Robert Vishny (1998). Agency Problems and Dividend Policies Around the World. Working Paper 6594. National Bureau of Economic Research. Cambridge MA, June.

La Porta, Rafael, Florencio López de Silanes, Andrei Shleifer y Robert Vishny (1999b). Investor Protection: Origins, Consequences, Reform. Working Paper 7428. National Bureau of Economic Research. Cambridge MA, December.

La Porta, Rafael, Florencio López de Silanes, Andrei Shleifer y Robert Vishny (1999a). Investor Protection and Corporate Valuation. Working Paper 7403. National Bureau of Economic Research. Cambridge MA, October.

La Porta, Rafael, Florencio López de Silanes, Andrei Shleifer y Robert Vishny (1996). Trust in Large Organizations. Working Paper 5864. National Bureau of Economic Research. Cambridge MA, December.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes y Guillermo Zamarrita (2002). "Related Lending". Yale International Center for Finance – Working Paper N° 02-19.

Lins, Karl y Francis Warnock (2004). Corporate Governance and the Shareholder Base. Finance Working Paper No. 43/2004. European Corporate Governance Institute. July.

López de Silanes, Florencio (2003). A Survey of Securities Laws and Enforcement. Mimeo

López de Silanes, Florencio, Rafael La Porta, Cristian Pop-Eleches y Andrei Shleifer (2002). The Guarantees of Freedom. Yale ICF Working Paper No. 02-05. Yale International Center for Finance. January

Maechler, Andrea y Roland-Holst, David (1995). Empirical specifications for a General Equilibrium Analysis of Labor Market Policies and Adjustments. Working Paper No.106. OECD (199890)

Marsili, María Celia (Directora), Miguel Araya, Diana Fabio de Montalbán, Eduardo Bacqué, Enrique Peláez, Ricardo Jucarrell Moffo y Gabriela Dall'Asta (2003). Mercado de Capital. Régimen de las emisoras. Adhesión al 50° aniversario de la CSA (1953-2003). UADE-CSA, Rubinzal-Culzoni Editores.

Millstein, Ira (2005). Laying the Groundwork for Economic Growth. En Economic perspectives. February. US. Department of State. Bureau of International Information Programs.

Mohanram, Partha y Shyam Sunder (2004). How Has Regulation Fair Disclosure Affected the Functioning of Financial Analysts?. Contemporary Accounting Research. January.

Monks, Robert (2005). The Case for Powerful Shareholders. En Economic perspectives. February. US. Department of State. Bureau of International Information Programs.

Morck, Randall y Masao Nakamura (2003). Been There, Done That. Tha History of Corporate Ownership in Japan. Finance Working Paper N° 20/2003. European Corporate Governance Institute. July.

Murphy, Kevin (1998). Executive Compensation. Mimeo, April.

Nestor, Stilpon (2001). Corporate Reform in Russia and the former Soviet Union: the first ten years. Organization for Economic Cooperation and Development.

Nestor, Stilpon y Fianna Jesover (2000). OECD Principles of Corporate Governance on Shareholder Rights and Equitable Treatment: Their relevance to the Russian Federation. OECD/World Bank Corporate Governance Roundtable for Russia.

Nestor, Stilpon y John Thompson (2001). Corporate Governance Patterns in OECD Economies: Is Convergence under Way?.

Nestor, Stilpon (2001). International Efforts to Improve Corporate Governance: Why and How. OECD.

OECD (2001a). Corporate Responsibility: Results of a fact-finding Mission on Private Initiatives. Working Paper on International Investment. Number 2001/2.

OECD (1999a). Conference on the Role of International Investment in Development Corporate Responsibilities and the OECD Guidelines for Multinational Enterprises Analytical Summary.

OECD (2001b) Corporate Governance in OECD Member Countries: Recent Developments and Trends. Draft Room Document 1. OECD Steering Group on Corporate Governance.

OECD (2002a) Roundtable on Corporate Responsibility: Supply chains and the OECD Guidelines for Multinational Enterprises. Summary of the Roundtable discussion.

OECD (2002b). Informal Workouts, Restructuring and the future of Asian Insolvency Reform. Proceedings from the second forum for Asian Insolvency Reform.

OECD (2003a). Experiences from the Regional Corporate Governance Roundtables. Corporate Affairs Division.

OECD (2003b). The Fifth Asian Roundtable on Corporate Governance. Synthesis Note.

OECD (2003c). White Paper on Corporate Governance in Latin America.

OECD (2004a). The Legal Regulatory and Institutional Framework for Enforcement Issues in Latin America: A comparison for Argentina, Brazil, Chile, Colombia and Peru. The Fifth Meeting of the Latin America Corporate Governance Roundtable.

OECD (1999b). Conference on “Corporate Governance in Russia” (1999). Synthesis Note.

OECD (2001c). Codes of Corporate conduct: Expanded Review of their Contents. Working Paper in International Investment. Number 2001/6.

OECD (2003d). Roundtable on Corporate Responsibility: Enhancing the Role of business in the Fight against Corruption. Making the most of the OECD Guidelines for Multinational Enterprises. Summary of the Roundtable Discussion.

OECD (2003e). Guidelines for Multinational Enterprises: 2003 Annual Meeting of the National Contact Points. Report by the Chair.

OECD (2003f). White Paper on Corporate Governance in Asia.

OECD (2003g). White Paper on Corporate Governance in Russia.

OECD (2003h). White Paper on Corporate Governance in South East Europe.

OECD (2004b). Principles of Corporate Governance.

OECD (2002c). Globalization and Governance. Main Results of the OECD Development Center's. 2001-2002. Program of Work.

OECD (2003i). Survey of Corporate Governance Development in OECD Countries.

Oman, Charles (2001). Corporate Governance and National Development. OECD Working Paper No. 180. OECD. October.

Oman, Charles y Daniel Blume (2005). Corporate Governance: The Development Challenge. En Economic Perspectives. February. US. Department of State. Bureau of International Information Programs.

Oster, Sharon y Katherine O'Regan (2002). Does the Structure and Composition of the Board Matter? The Case of Nonprofit Organizations. Yale SOM Working Paper No. PM-04. September.

Pagano, Marco y Paolo Volpin (2002). Managers, Workers, and Corporate Control. Finance Working Paper N° 01/2002. European Corporate Governance Institute. October.

Paliashvili, Irina (2002). Outline for the Case Study on Share Dilution. Shareholder Rights, Equitable Treatment and the Role of the State. 3° Meeting of the Eurasian Corporate Governance Roundtable. OECD.



Perotti, Enrico (2003). "State Ownership: A Residual Role?". Foro Global de Gobierno Corporativo. October.

Perotti, Enrico y Ernst-Ludwig von Thadden (2003). The Political Economy of Bank- and Market Dominance. Finance Working Paper N° 21/2003. European Corporate Governance Institute. September.

Reina, Laura (2005). Mala praxis. Seguros: protección para altos ejecutivos. La Nación, Buenos Aires, 3 de abril.

Renneboog, Luc ad Grzegorz Trojanowski (2003). The Managerial Labor Market and the Governance Role of Shareholder Control Structures in the UK. Finance Working Paper N° 16/2003. European Corporate Governance Institute. March.

Santella, Paolo (2002). Bankruptcy and Corporate Governance. Banca d' Italia.

Shah, Anish y Shyam Sunder (1999). Directors' Incentives and Corporate Performance. Research Institute for Economics and Business, Kobe University Workshop.

Shleifer, Andrei y Robert Vishny (1996). A Survey in Corporate Governance. Working Paper 5554. National Bureau of Economic Research. Cambridge MA,

Sullivan, John y Georgia Sambunaris (2005). Creating a Sustainable Corporate Enviroment. En Economic perspectives. February. US. Department of State. Bureau of International Information Programs.

Sunder, Shyam (2002). Management Control, Expectations, Common Knowledge and Culture. Revised Version of the plenary address at the Management Accounting Research Conference 2002. Austin, January.

Tafara, Ethiopis y Robert Strahota (2005). Fastering an International Regulatory Consensus. En Economic perspectives. February. US. Department of State. Bureau of International Information Programs.

Veasey, E. Norman (2000). The Role of the Judiciary in Corporate Law, Corporate Governance and Economics Goals. Company Law Reform in OECD Countries. A Comparative Outlook of Current Trends. OECD.

Velasco San Pedro, Luis (2005). El Gobierno Corporativo en Estados Unidos y Europa. Exposición en UADE.

Wallison, Peter (2005). Sarbanes-Owley and the Ebbers Conviction. Financial Services Outlook. AEI Online, Washington: June

Witherell, Bill (2002). Corporate Governance and responsibility. Foundations of markets integrity. OECD.

Ward, John (2005). Governing Family Businesses. En Economic perspectives. February. US. Department of State. Bureau of International Information Programs.

Witherell, Bill (2003) The Role of Market Discipline and Transparency in Corporate Governance Policy. OECD.

Witherell, Bill. (2004). The revised OECD Principles of Corporate Governance: A management Roadmap for Healthy, Well-Governed Companies. OECD.

Witherell, William. (2003). Strengthening market foundations through Corporate Governance Reform at the 28th Annual Conference of the International Organization of Securities Commissions. OECD .

Zhang, Ivy Xiyang (2005). Economic Consequences of the Sarbanes-Oxley Act of 2002. William E. Simon Graduate School of Business Administration. University of Rochester.

Zingales, Luigi (1997). Corporate Governance. Working Paper 6309. National Bureau of Economic Research. Cambridge MA, December.

Textos de Discusión editados:

*STD 1. Laffont, Jean Jacques: Llevando los principios a la práctica en teoría de la regulación (marzo 1999)*

*STD 2. Stiglitz, Joseph: The Financial System, Bussiness Cycle and Growth (marzo 1999)*

*STD 3. Chisari, Omar y Antonio Estache: The Needs of the Poor in Infraestructure Privatization: The Role of Universal Service Obligations. The Case of Argentina (marzo 1999)*

*STD 4. Estache, Antonio y Martín Rossi: Estimación de una frontera de costos estocástica para empresas del sector agua en Asia y Región del Pacífico (abril 1999)*

*STD 5. Romero, Carlos : Regulaciones e inversiones en el sector eléctrico (junio 1999)*

*STD 6. Mateos, Federico: Análisis de la evolución del precio en el Mercado Eléctrico Mayorista de la República Argentina entre 1992 y 1997 (julio 1999).*

*STD 7. Ferro, Gustavo: Indicadores de eficiencia en agua y saneamiento a partir de costos medios e indicadores de productividad parcial (julio 1999)*

*STD 8. Balzarotti, Nora: La política de competencia internacional (septiembre 1999)*

*STD 9. Ferro, Gustavo: La experiencia de Inglaterra y Gales en micromedición de agua potable (septiembre 1999)*

*STD 10. Balzarotti, Nora: Antitrust en el mercado de gas natural (octubre 1999)*

*STD 11. Ferro, Gustavo: Evolución del cuadro tarifario de Aguas Argentinas: el financiamiento de las expansiones en Buenos Aires (octubre 1999)*

*STD 12. Mateos, Federico, Martín Rodríguez Pardina y Martín Rossi: Oferta y demanda de electricidad en la Argentina: un modelo de ecuaciones simultáneas (noviembre 1999)*

*STD 13. Ferro, Gustavo: Lecciones del Seminario Proyección de Demanda de Consumo de Agua Potable (noviembre 1999)*

*STD 14. Rodríguez Pardina, Martín y Martín Rossi: Medidas de eficiencia y regulación: una ilustración del sector de distribuidoras de gas en la Argentina (diciembre 1999)*

*STD 15: Rodríguez Pardina, Martín, Martín Rossi y Christian Ruzzier: Fronteras de eficiencia en el sector de distribución de energía eléctrica: la experiencia sudamericana (diciembre 1999)*

*STD 16: Rodríguez Pardina, Martín y Martín Rossi: Cambio tecnológico y catching up: el sector de distribución eléctrica en América del Sur (marzo 2000).*

*STD 17: Ferro, Gustavo: El servicio de agua y saneamiento en Buenos Aires: privatización y regulación (abril 2000).*

*STD 18: Celani, Marcelo: Reformas en la Industria de las Telecomunicaciones en Argentina (junio 2000)*

*STD 19: Romero, Carlos: La desregulación de la comercialización de electricidad en Inglaterra y Gales (junio 2000)*

*STD 20: Rossi, Martín: Midiendo el valor social de la calidad de los servicios públicos: el agua (agosto 2000)*

*STD 21: Martín Rodríguez Pardina: La concesión de Aguas Argentinas (noviembre 2000)*

*STD 22: Martín Rossi e Iván Canay: Análisis de eficiencia aplicado a la regulación ¿Es importante la Distribución Elegida para el Término de Ineficiencia? (noviembre 2000)*

*STD 23: Gustavo Ferro: Los instrumentos legales de la renegociación del contrato de Aguas Argentinas (1997-99) (diciembre 2000)*

*STD 24: María Cristina Briggs y Diego Petrecolla: Problemas de Competencia en la Asignación de la Capacidad de los Aeropuertos: el Caso Argentino (marzo 2001)*

*STD 25: Gustavo Ferro: Riesgo político y riesgo regulatorio: problemas en la concesión de sectores de infraestructura (marzo 2001).*

*STD 26: Gustavo Ferro: Aguas del Aconquija: revisión a una experiencia fallida de privatización (abril 2001).*

*STD 27: Ferro, Gustavo y Marcelo Celani: Servicio universal en telecomunicaciones: concepto y alcance en Argentina (Junio 2001).*

*STD 28: Bondorevsky, Diego: Concentración horizontal en el sector de distribución eléctrica en Argentina. (Junio 2001).*

*STD 29: Bondorevsky, Diego y Diego Petrecolla: Estructura del mercado de gas natural en Argentina e integración energética regional: Problemas de defensa de la competencia (Junio 2001).*

*STD 30: Ferro, Gustavo: Participación del Sector Privado y Regulación en Agua y Saneamiento en Argentina: Casos Seleccionados (julio 2001).*

*STD 31: Ferro, Gustavo: Desempeño reseñado de la concesión de agua y saneamiento metropolitana durante 1993-2001 (julio 2001).*

*STD 32: Bondorevsky Diego y Diego Petrecolla: Concesiones de agua y saneamiento en Argentina: Impacto en los sectores pobres (julio 2001).*

*STD 33: María Cristina Briggs, Diego Petrecolla y Verónica Vallés: Efectos de la regulación en las condiciones de competencia de Puerto Nuevo de Buenos Aires (agosto 2001)*

*STD 34: Romero, Carlos: Servicio universal en el proceso de privatización de las empresas de telecomunicaciones y agua potable y alcantarillado en el Paraguay (agosto 2001).*

*STD 35-A: Bondorevsky Diego, Romero Carlos: Fusiones y adquisiciones en el sector eléctrico: Experiencia internacional en el análisis de casos ( Diciembre 2001)*

*STD 35-B: Canay, Iván: Eficiencia y productividad en Distribuidoras Eléctricas (Febrero 2002)*

*STD 36: Ullberg, Susann: El apagón en Buenos Aires 1999: Manejo de crisis en los sectores privados y públicos en la Argentina (Marzo 2002)*

*STD 37: Celani Marcelo, Petrecolla Diego, Ruzzier Christian: Desagregación de Redes en Telecomunicaciones : Una visión desde la Política de Defensa de la Competencia (Abril 2002)*

*STD 38: Bondorevsky Diego, Petrecolla Diego, Romero Carlos, Ruzzier Christian: Competencia por comparación en el Sector de Distribución Eléctrica El papel de la Política de Defensa de la Competencia (Abril 2002)*

*STD 39: Cardozo Javier, Devoto Alberto: La tarifa de Distribución antes y después de la Reestructuración del Sector Eléctrico (Abril 2002)*

*STD 40: Canay, Iván: Modelando el Gas entregado en Argentina: ¿Cuál es el mejor Predictor? (Mayo 2002)*

*STD 41: Christian, Ruzzier: Una Introducción a la Estimación No Paramétrica de Fronteras de Eficiencia (Julio 2002)*

- STD 42: *Rodríguez Pardina, Martín: Mecanismos de Governance del Mercado Eléctrico Argentino: Análisis crítico y comparación internacional (diciembre 2002)*
- STD 43: *Roitman Mauricio y Ferro Gustavo: La concesión de Aguas Provinciales de Santa Fe (Marzo 2003)*
- STD 44: *Rodríguez Pardina, Martín: La determinación del Costo de Capital en América Latina : Un estudio comparativo de casos (Mayo 2003)*
- STD 45: *Rodríguez Pardina, Martín: Las tarifas de Servicios Públicos en un Contexto de Crisis (Diciembre 2003)*
- STD 46: *Bondorevsky, Diego: Índices de “Mark Up” en el Mercado Eléctrico Mayorista de Argentina (Diciembre 2003)*
- STD 47: *Ferro Gustavo y Petrecolla Diego: Crisis y Respuestas: Tarifa Social en Agua y Saneamiento en Argentina (Diciembre 2003)*
- STD 48: *Ferro Gustavo y Petrecolla Diego: Subsidios cruzados en Agua y Cloacas: La concesión de Buenos Aires (Diciembre 2003)*
- STD 49: *Ferro, Gustavo: Sector de Agua y Saneamiento, Tarifa Social en Argentina (Diciembre 2003)*
- STD 50: *Petrecolla Diego y Carlos Romero: Desempeño, crisis y reformas en el sector eléctrico argentino: Lecciones para países en desarrollo (Diciembre 2003)*
- STD 51: *Petrecolla Diego y Carlos Romero: Concentración horizontal en un ambiente regulado. El caso de la distribución de electricidad en el Area Metropolitana de Buenos Aires (Diciembre 2003)*
- STD 52: *Loza Andrés, Paula Margaretic y Carlos Romero: Consistencia de medidas de eficiencia basadas en funciones de distancia paramétricas y no paramétricas. una aplicacion al sector de distribuidoras de electricidad en la argentina (Abril 2004)*
- STD 53: *Arrué Darío y Ridelener Gabriela: Consideraciones sobre la determinación de la base de capital de empresas de electricidad y su remuneración en condiciones de emergencia económica (Abril 2004)*
- STD 54: *Oriolo, Miriam: La desregulación del Mercado de Energía y la nueva regulación. La política energética. El caso europeo (Abril 2004)*
- STD 55: *Greco Esteban y Leonardo Stanley: Ablución de activos, tarifas e incentivos: La base de capital en las empresas reguladas y la renegociación contractual. (Junio 2004)*
- STD 56: *Roitman Mauricio: Aplicación de técnicas de datos en panel a la medición de eficiencia relativa entre empresas de distribución eléctrica reguladas: Una guía para la práctica regulatoria (Agosto 2005)*
- STD 57: *No publicado.*
- STD 58: *Ferro, Gustavo y Carlos Romero: Estimación de una función de costos para los fondos privados de pensión en Argentina. (Mayo 2006)*
- STD 59: *Ferro, Gustavo: Regulación de la Calidad del Producto y del Servicio. (Octubre 2006)*
- STD 60: *Ferro, Gustavo: Uso de fronteras de eficiencia econométricas con fines de benchmarking. (Mayo 2007)*
- STD 61: *Ferro, Gustavo y Carlos Romero: Estimaciones de frontera para el sector de agua y saneamiento en América Latina. (Junio 2007)*
- STD 62: *Ferro, Gustavo: **Gobierno Corporativo: los problemas y el estado actual de la discusión en la literatura. (Diciembre 2007)***